

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

octubre 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>
Informe trimestral sobre la economía española	5
El mercado a plazo de la peseta y el seguro de cambio	33
Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990)	47
Regulación financiera: tercer trimestre de 1991	51
Información del Banco de España	63
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 30 de septiembre de 1991	64
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	69
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de octubre de 1991	70
Publicaciones recientes del Banco de España	71
Indicadores económicos	73
Artículos y publicaciones del Banco de España	121



Informe trimestral sobre la economía española

1. RASGOS BASICOS

A medida que ha ido transcurriendo el año 1991, la recesión registrada en el conjunto de los *países industrializados* ha ido haciéndose más severa, en contra de las previsiones relativamente optimistas realizadas al finalizar la guerra del Golfo Pérsico, y han ido aplazándose las expectativas de recuperación. Las predicciones más recientes apuntan a una modesta reactivación económica en los próximos meses, que cobraría más vigor en el transcurso de 1992. Esta reactivación iría acompañada de una mayor convergencia en los ritmos de crecimiento de la producción de los principales países industrializados, resultado de la recuperación gradual de los países que han mostrado mayor debilidad y de una moderación de las economías hasta ahora más dinámicas.

Las expectativas de una recuperación generalizada de los ritmos de crecimiento en 1992 están sometidas, no obstante, a una gran incertidumbre. Los indicadores disponibles en el tercer trimestre de 1991 no aportan una evidencia concluyente sobre el inicio y el perfil temporal de la recuperación, particularmente en el caso de la economía norteamericana. No es incluso descartable un retraso en la reactivación de la demanda interna en los países que han experimentado una recesión mayor, al que se sumaría el agotamiento del impulso expansivo procedente de Alemania y Japón. Así, la recesión económica, aunque poco profunda en comparación con anteriores fases de descenso del ciclo, está siendo más duradera de lo estimado inicialmente, y no es descartable el riesgo de una recaída tras un episodio de recuperación corto y poco intenso.

La evolución reciente de las *economías europeas* se inscribe, en general, en el contexto recesivo comentado, excepción hecha de Alemania. La tendencia a la baja en las tasas de crecimiento, aunque común a los principales países de la Comunidad Europea, se ha manifestado con muy diferente intensidad. Ello ha dependido de las posiciones de partida en el ciclo económico, de la importancia relativa de los efectos de arrastre, tanto depresivos —procedentes básicamente de Estados Unidos— como expansivos —procedentes de Alemania— y, en fin, de las políticas adoptadas. Así, el Reino Unido ha sido el país donde la recesión ha avanzado con mayor rapidez, acompañada de una notable moderación del ritmo de inflación; Francia e Italia han experimentado crecimientos positivos, pero muy moderados; y los países de la CE más ligados a la economía alemana han mantenido ritmos de crecimiento algo superiores, aunque descendentes.

Desde el punto de vista de los objetivos de convergencia de los resultados macroeconómicos, la evolución reciente de la CE pone de manifiesto algunos problemas. Tanto el nivel como la dispersión de las tasas de inflación se han reducido ligeramente en 1991 en los países adheridos al Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo, pero este resultado es difícil de interpretar, por varios motivos: en primer lugar, esta ligera aproximación se ha debido, principalmente, al ascenso de la tasa de inflación en Alemania, evolución preocupante en la medida en que pueda suponer un deterioro en el país que ha actuado hasta ahora como ancla del Sistema; en segundo lugar, de entre los países obligados a realizar un esfuerzo de convergencia mayor, tan sólo el Reino Unido ha conseguido reducir sustancialmente su ritmo de inflación, mientras que Italia ha manifestado una acusada resistencia a la baja del ritmo de avance de los precios; por último, el pequeño descenso de las tasas de inflación medias de la CE y del SME es imputable, además de al Reino Unido, a los países que menos problemas de convergencia presentaban, cuya tasa de inflación ha tendido, en general, a situarse por debajo de la alemana. Por todos estos motivos, no cabe evaluar positivamente los resultados alcanzados en 1991 en el terreno de la convergencia de los ritmos de inflación hacia niveles bajos y estables, requisito primordial para el éxito del proceso de unión monetaria.

En este contexto, la *economía española* alcanzó probablemente el punto más bajo de su evolución cíclica al comienzo de 1991, y ha mantenido desde ese momento, según las estimaciones del Banco de España (véase cuadro 1), un ritmo de crecimiento estable del producto interior, apoyado en una recuperación de la demanda final no exenta de incertidumbre; un comportamiento acorde, por tanto, con las pautas de evolución cíclica comunes al conjunto de países industrializados, aunque con unos niveles de expansión notablemente más elevados, sobre todo cuando se excluyen Alemania y Japón.

Los datos que empiezan a completarse para el tercer trimestre del año muestran que la recuperación de la *demanda nacional* no acaba de confirmarse. Aunque los indicadores de consumo privado mantienen un crecimiento sostenido, con expectativas de acentuarse en los últimos meses del año, los síntomas de reactivación de la formación bruta de capital fijo continúan siendo débiles e inciertos. Su consolidación en los próximos meses es el mayor elemento de duda que incorporan las estimaciones actuales sobre los resultados macroeconómicos del año en curso, no tanto por su incidencia en los valores promedios de 1991 —la inversión en capital fijo registrará incrementos reales muy moderados, inferiores al 1,5 %—, como por las pautas de comportamiento que se marcarían para el año 1992.

Las *exportaciones de bienes y servicios*, por su parte, han confirmado en el tercer trimestre el crecimiento sostenido que, en líneas generales, registraron en la primera mitad del año. Aun cuando las

1. Producto interior bruto y demanda (a)

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

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

(b) Cifras provisionales.

(c) Previsión.

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

2. Evolución de algunos agregados básicos

	1989 (a)	1990 (a)	1991 (b)
PIB nominal (% variación)	12,1	11,3	9,1
PIB real (% variación)	4,8	3,7	2,6
Deflactor PIB (% variación)	6,9	7,3	6,3
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-3,5	-3,3
Déficit Administraciones Públicas (% PIB)	-2,7	-4,0	-4,1
Índice de precios al consumo:			
General (% variación media anual)	6,8	6,7	5,9
General (% variación DIC-DIC)	6,9	6,5	5,4
Servicios y bienes elaborados no energéticos (% variación media anual)	7,1	6,5	6,4
Servicios y bienes elaborados no energéticos (% variac. DIC-DIC)	7,1	6,1	6,1
Empleo total (% variación)	3,6	2,4	0,6
Salario por persona, sector privado sin cotizaciones (% variación)	6,6	8,4	8,0

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Cifras provisionales.

(b) Previsiones.

dudas sobre la recuperación de los mercados exteriores y la desaceleración de la economía alemana —un soporte fundamental en la evolución de la exportación de mercancías durante el año— podrían afectar a la continuidad de los resultados en el último trimestre, su crecimiento medio anual, claramente superior al de 1990, está ya, también en este caso, garantizado.

La *demanda pública* —tanto de inversión como de consumo— continúa creciendo a un ritmo más vivo que la del sector privado, pero los últimos datos muestran una corrección en esta tendencia, al haberse moderado, ligeramente, la expansión del consumo, e irse agotando, aunque aún mantiene su fuerte inercia, el intenso ritmo de aumento de la inversión en obra pública.

La relativa recuperación de la demanda final a lo largo del período transcurrido de 1991 no se ha visto reflejada, sin embargo, en los indicadores disponibles sobre *actividad y producto interior* que, en términos generales, repiten las tasas de crecimiento de trimestres precedentes. El aumento de la demanda ha sido atendido, básicamente, con importaciones, que han acelerado fuertemente su ritmo de crecimiento.

La economía española registrará probablemente, en el conjunto de 1991, una tasa de crecimiento del *Producto Interior Bruto* próxima al 2,6 %, un punto porcentual menos, aproximadamente, que en 1990; y el deflactor del producto mostrará, asimismo, una desaceleración de su tasa de aumento de un punto

—6,3 % en 1991, frente a 7,3 % en 1990—. Esta caída de la tasa de *inflación* se explica básicamente por la reducción agregada de los márgenes empresariales, en un contexto de moderación de los precios de las importaciones, y, en menor medida, por la suave desaceleración de los costes laborales por unidad de producto. Esta última es el resultado de los aumentos de la productividad aparente asociados a un rápido ajuste de empleo, que se ha visto impulsado probablemente por el empuje de la remuneración bruta por asalariado.

A pesar de la caída de la tasa de inflación y de la debilidad de la demanda y el empleo, la tasa de aumento de los *salarios* en el sector privado no diferirá sustancialmente de la registrada en 1990 y se situará en cifras cercanas al 8 %. La presión al alza de los salarios reales en términos de producto pagados por las empresas —es decir, remuneración bruta por asalariado deflactada por precios percibidos por la empresa productora— está siendo especialmente importante en los sectores más abiertos a la competencia, como es el caso de la industria, donde se registran aumentos de los salarios nominales pagados que superan en 6 puntos porcentuales a los precios al por mayor percibidos por las empresas. Este aumento de costes está contribuyendo significativamente a la pérdida de competitividad de los productos industriales españoles y a la caída de la ocupación en este sector, y su efecto se está extendiendo al resto de los sectores. Como consecuencia de ello, las previsiones disponibles sitúan el ritmo del crecimiento del empleo conjunto de la economía en torno al 0,6 %, frente al 2,4 % en 1990, lo que implica una desaceleración superior a la registrada por el producto interior.

En cuanto al *desequilibrio exterior*, la cifra prevista para 1991 supone una cierta contención en relación con los resultados del año precedente, al haberse reducido el crecimiento de las importaciones en mayor medida que el de las exportaciones, de manera que la aportación negativa de la demanda exterior neta será del orden del 0,4 % del PIB, y registrarse de nuevo una mejora en la relación real de intercambio de la economía. La aportación de la balanza de transferencias corrientes será, además, un factor determinante de este resultado, al compensar suficientemente el deterioro que se constata en las rentas de inversión. Igualmente sobresalientes son las cifras de transferencias de capital, procedentes en su casi totalidad de los Fondos Estructurales de la Comunidad Económica Europea, con lo que la necesidad de financiación del conjunto de la economía nacional se reducirá hasta el 2,9 % del PIB, una corrección bastante similar, 0,3 puntos de mejora en relación a 1990, a la prevista para las operaciones por cuenta corriente (3,3 % del PIB, frente al 3,5 % en 1990).

La presión que ejercen las *Administraciones Públicas* sobre la necesidad de financiación de la economía continúa siendo elevada, sin que se espere en 1991 una mejora en relación con el déficit alcanzado en 1990, del orden del 4 % del PIB. El ritmo de aumento de los gastos públicos de consumo y transferencias corrientes, superior al del producto nacional nominal, y la incidencia de la evolución cíclica sobre la recaudación fiscal, han determinado una caída del ahorro público, en porcentaje del PIB, en 1991. Esta caída no ha sido compensada por el resto de las rúbricas, a pesar de la importante desaceleración reciente de los gastos de capital, con respecto al año 1990, por lo que las necesidades de financiación públicas no se han reducido en relación al PIB.

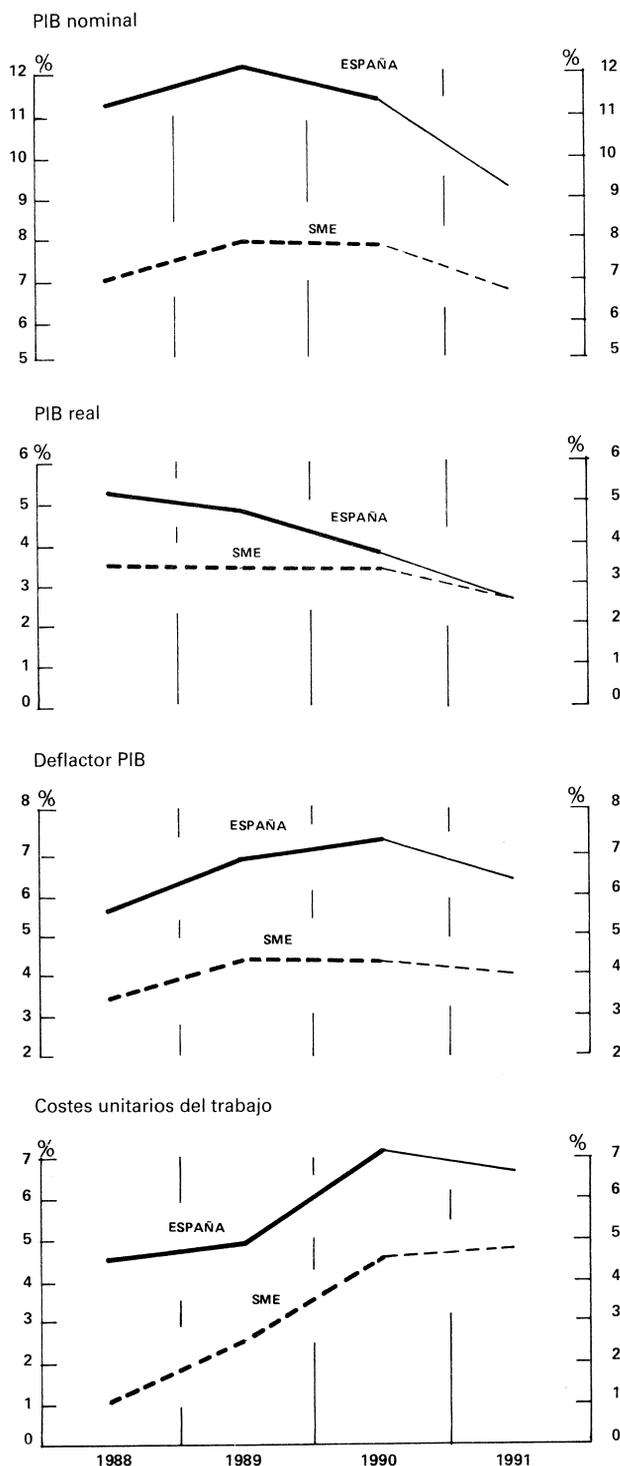
La economía española continúa presentando un cuadro de desequilibrios básicos que entorpece la *convergencia* con los países centrales del Sistema Monetario Europeo. En particular, el cambio registrado en la composición de la demanda interior, con una participación creciente del consumo a costa de la inversión, está suponiendo un uso del ahorro exterior que no favorece la corrección futura de esos desequilibrios.

Por una parte, como se aprecia en el gráfico 1, las tensiones persistentes en los costes laborales, junto con el mantenimiento de elevados ritmos de gasto nominal, suponen un freno al cierre del diferencial entre la tasa de crecimiento nominal del producto español y del núcleo del Sistema Monetario Europeo. Además, la presión salarial agudiza el ajuste del empleo ante la desaceleración de la demanda y del producto interior en términos reales (véase gráfico 7), al tiempo que favorece una reasignación de la demanda hacia el consumo y en contra de la inversión, afectada esta última por el empeoramiento de las expectativas de beneficio. Por otra parte, la escasez de ahorro en la economía, como consecuencia del crecimiento inercial del consumo público y del insuficiente ajuste del consumo privado, que continúa siendo impulsado por las transferencias públicas, hace que se perpetúe la dependencia del ahorro exterior para financiar la inversión nacional, aunque su proporción con respecto al PIB se haya reducido ligeramente.

En este contexto, la *política monetaria* instrumentada se ha adaptado a la evolución cíclica de la economía y a los condicionantes exteriores, manteniendo el tono estricto necesario para contribuir a una corrección duradera de los desequilibrios mencionados.

Las caídas en los *tipos de interés* que se registraron durante el primer semestre del año —una vez

1. Convergencia España-SME (a)



Fuentes: FMI, Eurostat y Banco de España.

(a) Los datos del SME corresponden a la media ponderada de los países actualmente en la banda estrecha (Alemania, Francia, Italia, Dinamarca, Holanda, Bélgica, Irlanda y Luxemburgo).

constatados la desaceleración de gasto nominal y el suave descenso de la tasa de inflación—, en un contexto de presiones al alza en el tipo de cambio de la peseta, se consolidaron durante el tercer trimestre. La reducción del tipo básico del Banco de España fue, en el primer semestre, de dos puntos porcentuales, aproximadamente, transmitiéndose su efecto a los demás mercados. Así, el tipo del mercado interbancario disminuyó unos 3 puntos, el de las letras del Tesoro 2,7 puntos y el de los bonos y obligaciones del Estado en casi 3 puntos.

Esta evolución de los tipos de interés ha reducido notablemente los diferenciales que se mantenían al comienzo del año con la mayoría de los países. La reducción del diferencial fue de más de tres puntos porcentuales con la economía alemana, siendo de menor cuantía las que se registraron con Estados Unidos y el resto de países del SME. Las diferencias aumentaron sólo con respecto al Reino Unido, donde las tasas de inflación y los tipos de interés experimentaron caídas muy pronunciadas.

Como las ganancias relativas en el terreno de la inflación han sido menores, los tipos de interés reales registraron en España reducciones más sustanciales, en especial en los tipos a más largo plazo.

En estas condiciones se ha reducido la presión sobre el *tipo de cambio de la peseta*. Este se ha mantenido en la parte superior de la banda de fluctuación durante el tercer trimestre del año, sin tensiones relevantes, salvo algún episodio breve asociado a especulaciones, sin fundamento, sobre su posible ingreso en la banda estrecha del mecanismo de cambios del sistema.

Los *agregados monetarios y crediticios* prosiguieron la tendencia de acercamiento al límite superior de la banda de objetivos (7 % - 11 %), que habían sido desbordados ampliamente durante el primer semestre. Así, el crecimiento de ALP durante este período fue del 10 %, y de una magnitud similar el del crédito interno a familias y empresas. Con todo, los resultados acumulados del período siguen situándose ligeramente por encima de los objetivos anuales, y al iniciarse el cuarto trimestre se aprecian resistencias importantes a la baja en las tasas de expansión de los agregados monetarios.

2. EL CONTEXTO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La evolución económica de los principales países industrializados ha desvanecido en gran medida las expectativas de recuperación de la *actividad produc-*

tiva que existían para el segundo semestre del año, y en particular las expectativas de una pronta recuperación de la economía norteamericana. Ello ha puesto de manifiesto la mayor duración y gravedad de la recesión por la que han atravesado la mayor parte de los principales países industrializados. Las previsiones para el conjunto del año son de un reducido crecimiento de la producción en este grupo de países, con tasas de crecimiento del 1,1 %, frente al 2,3 % registrado en 1990. A lo largo del año, al tiempo que las economías con menor nivel de actividad veían alejarse las expectativas de una rápida reactivación, se ha constatado una tendencia a la desaceleración en los países que hasta ahora habían obtenido mejores resultados (Alemania y Japón). Esta evolución traerá consigo probablemente una reducción de las disparidades en los ritmos de crecimiento de la producción entre las principales economías, aunque alrededor de niveles todavía relativamente reducidos.

Estados Unidos registró tasas de crecimiento de la producción negativas en los dos primeros trimestres de 1991, con una previsión de crecimiento del -0,2 % para el conjunto del año. La recesión americana se ha manifestado en una acusada debilidad de la demanda interna, especialmente de su componente de inversión. El sector exterior, que contribuyó positivamente al crecimiento del Producto Nacional en los dos primeros trimestres del año, se prevé que tenga una contribución negativa el resto de 1991. Las previsiones de recuperación de la actividad económica se basan en aumentos del consumo interno, frente a una moderada aportación de la inversión. Los datos sobre desempleo en el tercer trimestre del año confirman la inflexión de la tendencia a la destrucción de puestos de trabajo y parecen corroborar las expectativas de recuperación del consumo privado.

La economía japonesa, que registró un fuerte crecimiento del Producto Nacional al inicio de 1991, experimentó una suave desaceleración en el segundo trimestre, tendencia que se espera continúe en la segunda mitad del año; la previsión anual de crecimiento de la producción se sitúa en el 4,2 %, frente al 5,7 % registrado el año anterior. Las condiciones financieras más severas —consecuencia de una moderación del crecimiento del crédito y de la caída de las cotizaciones bursátiles, que encarece la financiación de las empresas— han originado una reducción en el ritmo de crecimiento de la inversión. No obstante, la tasa de paro se mantuvo constante en el tercer trimestre del año (en torno al 2 %), evolución consistente con un ritmo de actividad todavía elevado, ligeramente superior al estimado como potencial.

El ritmo de crecimiento de la actividad en Alemania se redujo también ligeramente durante el segundo trimestre del año; para la segunda mitad del mismo se espera un descenso significativo del ritmo de

3. Principales indicadores macroeconómicos
Tasas de variación interanual

	1990				1991		
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
PRODUCTO (a):							
OCDE	2,6	2,5	2,4	1,8	1,2 (p)	0,9 (p)	0,8 (p)
Estados Unidos	1,3	1,0	1,0	0,5	-0,6	-0,9	-0,6
Japón	5,4	6,9	5,5	4,8	5,9	5,0	3,3 (p)
CEE	2,6	2,4	2,4	1,9	1,5	1,4 (p)	1,2 (p)
Alemania (b)	3,5	4,4	5,5	5,3	5,2	4,3	3,0 (p)
Francia	3,5	2,9	3,0	1,8	0,8	1,5	1,0 (p)
Italia	3,0	1,8	1,8	1,2	0,7	1,4	1,1 (p)
Reino Unido	1,8	2,5	0,4	-1,2	-2,3	-3,6	-2,2 (p)
DEMANDA INTERNA:							
OCDE	2,6	2,7	2,3	1,3	1,4 (p)	0,1 (p)	0,3 (p)
Estados Unidos	0,9	0,8	0,5	-0,5	-1,6	-1,6	-1,0
Japón	5,4	7,5	6,3	4,3	4,6	3,4	3,0 (p)
CEE	2,9	2,9	2,7	1,9	1,6	0,7 (p)	0,8 (p)
Alemania (b)	4,2	6,3	6,0	4,4	4,9	4,0	2,4 (p)
Francia	3,3	3,3	4,1	2,0	2,1	1,0	0,8 (p)
Italia	2,8	2,1	1,4	1,4	-0,7	2,0	2,0 (p)
Reino Unido	0,4	1,1	-0,6	-1,3	-3,3	-5,1	-2,8 (p)
TASA DE PARO (c):							
OCDE	6,0	6,0	6,1	6,3	6,6	6,8	6,9 (d)
Estados Unidos	5,2	5,3	5,5	5,8	6,4	6,7	6,7
Japón	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2 (d)
CEE	8,5	8,4	8,4	8,4	8,5	8,7	8,9 (d)
Alemania (b)	7,4	7,3	7,1	6,7	6,3	6,3	6,4
Francia	8,9	8,9	8,9	9,0	9,0	9,3	9,6
Italia	10,1	9,8	9,6	9,6	9,8	9,9	...
Reino Unido	5,7	5,7	5,8	6,2	7,0	7,9	8,5
PRECIOS AL CONSUMO:							
OCDE	6,2	5,9	6,2	6,9	6,5	6,2	5,7
Estados Unidos	5,2	4,6	5,6	6,2	5,3	4,9	3,9
Japón	3,4	2,5	2,7	3,8	4,1	3,5	3,0
CEE	5,3	5,5	5,9	6,0	5,6	5,2	4,9
Alemania (b)	2,7	2,3	2,7	3,0	2,7	3,1	4,1
Francia	3,4	3,1	3,4	3,6	3,4	3,2	3,0
Italia	6,3	5,7	6,1	6,4	6,6	6,8	6,4
Reino Unido	7,8	9,7	10,4	10,0	8,7	6,0	4,8
BALANZA CORRIENTE (e):							
Estados Unidos	-22,7	-22,2	-23,9	-23,4	10,5	3,0	...
Japón	12,3	7,9	7,4	8,4	10,3	18,7	10,5 (f)
Alemania (b)	18,5	10,9	9,4	8,5	-6,1	-6,2	-5,1 (f)
Francia	-1,0	-1,5	-2,5	-2,2	-4,9	0,3	-0,2 (g)
Italia	-4,4	-6,5	-2,8	-10,6	-10,7	-6,9	-6,4
Reino Unido	-7,9	-8,1	-4,2	-3,2	-5,0	-1,2	-2,5

Fuentes: OCDE y Banco de España.

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

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

(c) Ajustada de variaciones estacionales.

(d) Media julio-agosto.

(e) Saldos en miles de millones de dólares. En base transacciones, Estados Unidos, Japón y Francia, y registro de caja el resto de países. Saldos no desestacionalizados, excepto Estados Unidos y Reino Unido.

(f) Saldo acumulado de julio y agosto.

(g) Saldo de julio.

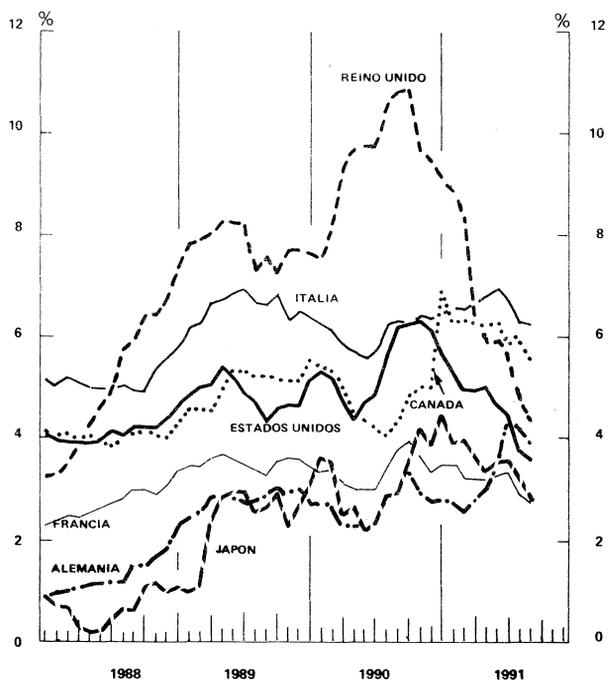
expansión del producto, que situaría el crecimiento anual en el 2,8 %, frente al 4,7 % del año anterior. Entre las causas explicativas de esta desaceleración cabe destacar los estrangulamientos en algunos sectores, como el de la construcción residencial, un cierto agotamiento del impulso expansivo de la unificación alemana y la adopción de medidas restrictivas de política económica, sobre todo de carácter monetario, con objeto de acercar el crecimiento efectivo de la producción a su crecimiento potencial. Como confirmación de la tendencia hacia un menor nivel de actividad, la tasa de paro registró un incremento —aunque moderado— en el tercer trimestre del año.

El resto de los países de la Comunidad registró una disminución generalizada de los ritmos de crecimiento de la producción, aunque no con igual intensidad. Esta disminución fue particularmente fuerte en el Reino Unido, cuya economía se encuentra en una fase clara de recesión y con unas débiles perspectivas de recuperación para el año 1992. Francia e Italia registraron tasas de crecimiento positivas, aunque muy reducidas, mientras que el resto de los países mantuvo resultados algo más favorables. El nivel de paro tendió a aumentar, resultado de la menor tasa de crecimiento de la actividad.

La evolución de los *precios* durante el tercer trimestre del año ha confirmado la tendencia al descenso de las tasas de inflación en los principales países industrializados, con la excepción de Alemania. La caída de los precios del petróleo a inicios del año, reforzada, en el caso de la CEE y Japón, por un debilitamiento del dólar en el tercer trimestre, y la existencia de recursos productivos no utilizados han supuesto una moderación de los incrementos de los costes que, en un contexto de demanda débil, se ha traducido en un alza moderada de los precios. Este fenómeno ha sido muy significativo en Estados Unidos y en el Reino Unido, donde ha motivado descensos continuados en los tipos de interés desde principios del año. En la Comunidad Europea, Alemania registró un deterioro importante en sus resultados de inflación, consecuencia del alza de impuestos, de las elevadas subidas salariales y de la propia presión de la demanda. Ello sitúa a la economía alemana, en términos de inflación, lejos de los mejores resultados obtenidos por las economías francesa o danesa, que en septiembre registraron tasas de variación interanuales de los precios del 2,6 % y 1,8 %, respectivamente, frente al 3,9 % registrado por Alemania. Por su parte, Italia y España manifestaron una cierta resistencia a la baja de sus tasas de inflación, que se mantuvieron en torno al 6 %. Los resultados en términos de inflación en el Reino Unido fueron muy positivos; ello se manifestó en una reducción de la tasa de variación interanual de los precios hasta el 4,2 % en septiembre. No obstante, estos resultados son debidos en parte a causas fiscales —retirada del «poll tax» en julio— y a la reducción de los tipos de interés

2. Evolución de la inflación de los principales países industrializados

Tasas de variación interanual del IPC



Fuente: Banco de España.

hipotecarios británicos, que automáticamente disminuye su índice de precios. Las previsiones de moderación en los crecimientos de precios, en los principales países industrializados, se mantienen para el resto del año y para 1992.

Las previsiones más recientes sobre la evolución del *comercio mundial* apuntan hacia una desaceleración importante de su ritmo de crecimiento, que se estima en el 0,9 % para el año 1991. La evolución de los *saldos exteriores* por cuenta corriente durante el segundo trimestre del año registró una reducción significativa del superávit de Estados Unidos, a pesar de la mejora registrada en la balanza comercial. Los datos disponibles del tercer trimestre apuntan hacia una desaparición de los superávit por cuenta corriente experimentados por la balanza americana en la primera mitad de 1991. La economía japonesa, por su parte, mantuvo un fuerte y creciente superávit por cuenta corriente, explicable por una reducción de la factura energética y un incremento de las exportaciones hacia la Comunidad Europea, en especial hacia Alemania. Entre los países de la Comunidad hay que destacar la persistencia del déficit exterior de Alemania, resultado tanto de un crecimiento muy elevado de la demanda interna como de los pagos realizados como compensación de la guerra del Golfo hasta mayo. Por su parte, Francia y el Reino Unido regis-

traron resultados favorables en sus balanzas por cuenta corriente y, en menor medida, en sus balanzas comerciales.

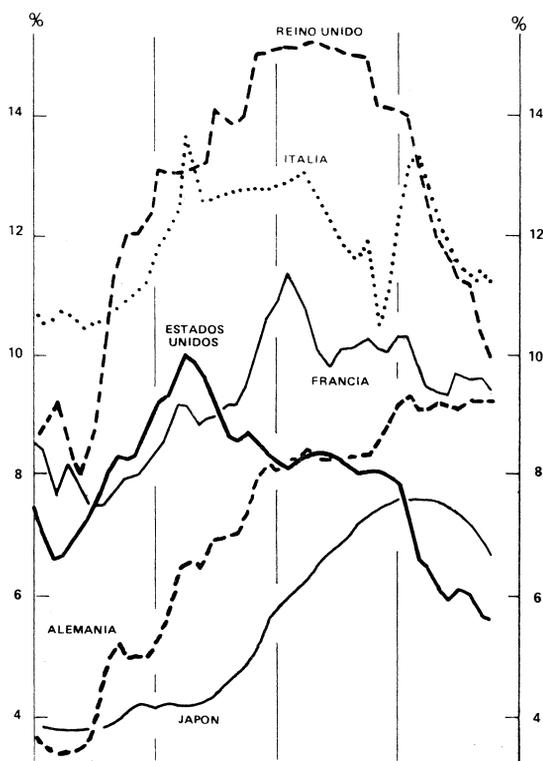
Las políticas económicas mantuvieron durante el tercer trimestre del año las tendencias que habían mostrado en su primera mitad, y que venían determinadas, en gran medida, por la posición en el ciclo económico de las diversas economías. De esta forma, el agravamiento de la recesión favoreció, en general, un cierto relajamiento de las políticas adoptadas. Las políticas monetarias indujeron descensos de los tipos de interés con objeto de estimular la demanda interna en la mayoría de los países, a medida que se reducían los ritmos de crecimiento y se registraban evoluciones de precios moderadas. La excepción a esta tendencia fue, nuevamente, Alemania, donde el ascenso de los tipos de interés intentó contrarrestar el impulso expansivo de la demanda interna y la presión al alza consiguiente de la inflación.

Estados Unidos registró una reducción, en dos veces, del tipo de los Fondos Federales, por valor de 0,75 puntos porcentuales, y del tipo de descuento de la Reserva Federal (0,5 puntos porcentuales). La evolución de los agregados monetarios, en particular de M2, registró un crecimiento muy moderado (2,5 % en tasa interanual), que coincide con el límite inferior de la banda objetivo establecida por la Reserva Federal (2,5 % - 6,5 %). Aunque no son descartables descensos adicionales de los tipos de interés americanos, el amplio diferencial actual con los tipos alemanes y su impacto sobre el tipo de cambio dólar/marco supone un límite al margen de recorte de los tipos en Estados Unidos. Por otra parte, la política monetaria japonesa mantuvo un grado relativamente alto de restricción, a pesar de la reducción de 0,5 puntos porcentuales de su tipo de descuento, el 1 de julio.

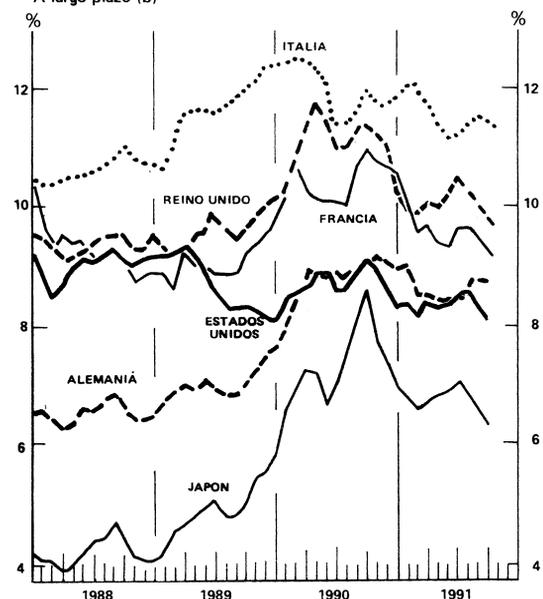
Como ya se ha señalado, Alemania intensificó el grado de restricción monetaria mediante la elevación, en 1 punto porcentual, del tipo de descuento y en 0,25 puntos porcentuales del Lombard, el 15 de agosto. El Reino Unido, por el contrario, instrumentó descensos adicionales de sus tipos de interés, el 12 de julio y el 24 de septiembre, por importe total de 1 punto porcentual. Con ello, el recorte acumulado del tipo básico del Banco de Inglaterra en lo que va de año alcanza los 3,5 puntos. Francia e Italia mantuvieron el tono de sus políticas monetarias en el tercer trimestre, decisión condicionada, en el caso francés, por la débil posición del franco en el Sistema Monetario Europeo, que ha limitado el margen para descensos adicionales de los tipos. No obstante, dados los buenos resultados, en términos de inflación, obtenidos por la economía francesa, el Banco de Francia redujo finalmente en 0,25 puntos básicos el tipo de la subasta de préstamos, el 18 de octubre.

3. Tipos de interés

A corto plazo (a)



A largo plazo (b)



Fuentes: OCDE y WEFA.

- (a) Tipos de interés a tres meses más representativos de los mercados nacionales.
- (b) Rendimiento de los bonos del Tesoro a largo plazo.

Los tipos de interés a largo plazo de los principales países industrializados han seguido, en general, una trayectoria descendente, coherente con la tendencia de los tipos a corto, el empeoramiento de las expectativas de crecimiento económico y el buen comportamiento de las tasas de inflación. Es destacable la estabilidad de los tipos a largo plazo alemanes en el conjunto del año, que parece indicar que el ascenso de la tasa de inflación en este país es valorado como transitorio.

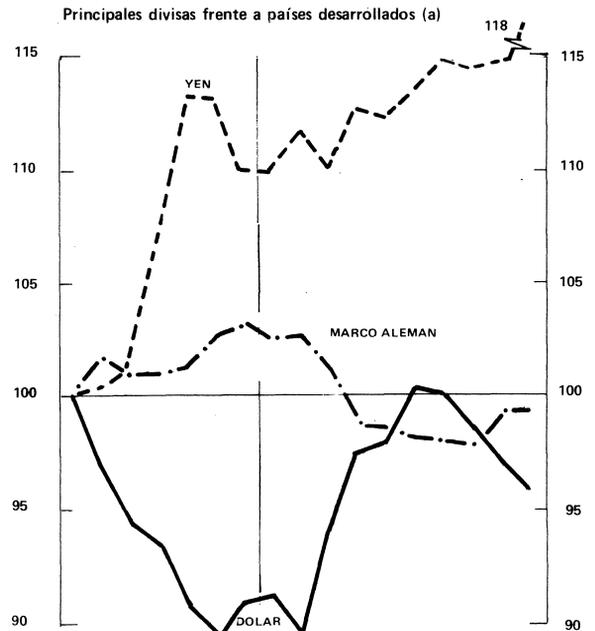
La evolución de los saldos presupuestarios reflejó, en términos generales, un deterioro de las *finanzas públicas* mayor que el inicialmente previsto. El empeoramiento de las perspectivas de recuperación económica produjo desviaciones importantes entre los ingresos y gastos presupuestados y los efectivamente producidos, y ello supuso revisiones de los déficit públicos previstos para el conjunto del año por parte de algunas Administraciones Públicas. El carácter de estabilizador automático de las políticas presupuestarias indujo aumentos de los déficit previstos en Estados Unidos y el Reino Unido, y una mejora de la posición presupuestaria en Japón.

En Estados Unidos se revisó el Acuerdo Presupuestario de noviembre de 1990, que preveía una eliminación del déficit en 1995. El presupuesto de febrero de 1991, y las posteriores revisiones del mismo, ampliaron el déficit previsto para 1991 y disminuyeron el ritmo de consolidación previsto para posteriores años. Por el contrario, en Alemania y Japón se adoptaron medidas con objeto de reducir el déficit, en el caso de Alemania, o mantener la política de consolidación presupuestaria, en el caso japonés. Por otra parte, en Francia y Canadá, economías que están registrando tasas de crecimiento muy reducidas, se presentaron presupuestos para 1992 de corte relativamente restrictivo, que señalan la elevada prioridad otorgada a los objetivos de consolidación fiscal en estos países.

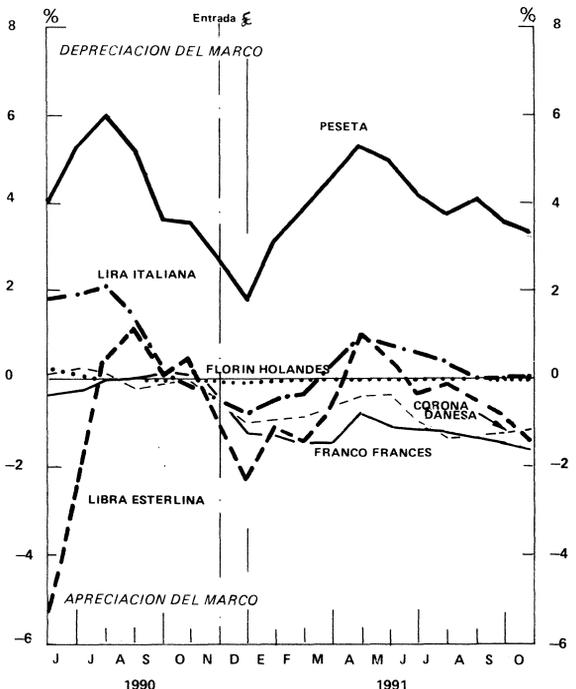
Los *mercados de cambios* se han caracterizado por la detención e inversión en el proceso de fortalecimiento que venía experimentando el dólar desde principios de año, evolución que ha tenido su principal contrapartida en un ascenso del marco alemán. A partir de los niveles máximos del dólar en la primera semana de julio —que provocaron importantes intervenciones en su contra por los principales bancos centrales, incluida la Reserva Federal— la moneda norteamericana se ha depreciado un 6,7 % frente al marco alemán y un 5 % frente al yen japonés, hasta finales de octubre.

La anulación de las expectativas de una pronta y rápida recuperación de la economía estadounidense, junto con la tendencia a la baja de los tipos de interés de los activos denominados en dólares, han sido los factores que han propiciado la debilidad del dólar.

4. Evolución de los tipos de cambio



SME frente al marco (b)



Fuente: Banco de España.

- (a) Índices de los tipos de cambio efectivos nominales frente al conjunto de países desarrollados.
- (b) Tasas de apreciación (depreciación) de los tipos de cambio medios mensuales respecto a los tipos centrales bilaterales frente al marco.

lar, dentro de un contexto inestable generado por la interpretación, en ocasiones contradictoria, de los distintos indicadores de actividad y los numerosos movimientos de los tipos oficiales. Los mercados de cambios se vieron sacudidos, a mediados de agosto, por el intento de golpe de Estado en la URSS, que provocó una brusca apreciación del dólar frente al marco alemán (de un 4 % el día 19 de agosto); no obstante, ambas divisas volvieron rápidamente a los niveles de cotización anteriores, ante la resolución de la crisis política soviética.

La apreciación del marco alemán frente al dólar y, en menor cuantía, el yen japonés —a pesar del empeoramiento de los fundamentos de la economía alemana— se trasladó a una mejora de su posición dentro del Sistema Monetario Europeo. Así, dentro del SME hay que destacar, en comparación con el primer semestre, el proceso general de fortalecimiento del marco y el suavizamiento de las tensiones dentro del Sistema. La divisa francesa se ha mantenido como la moneda más débil del Sistema en el tercer trimestre, y la peseta como la más fuerte, aunque en una posición más distanciada de su límite de máxima apreciación, como se señala en el apartado correspondiente de este informe.

3. DEMANDA

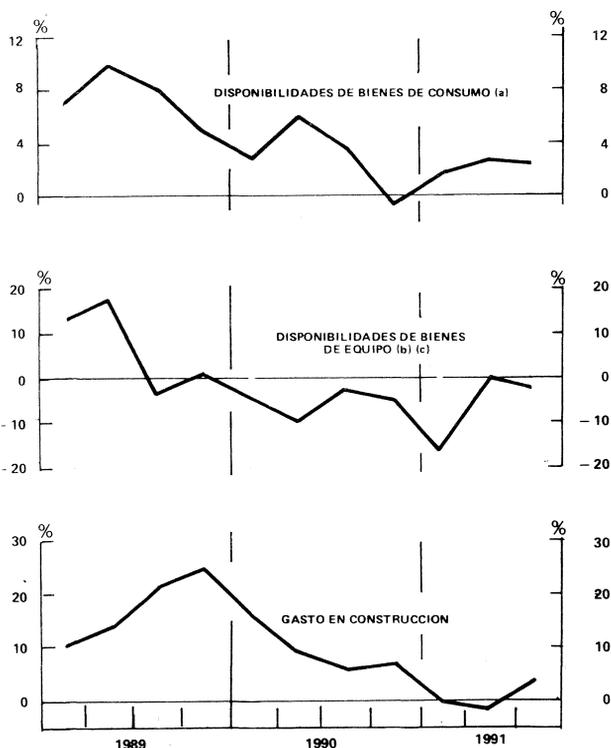
Durante el tercer trimestre de 1991, la *demanda final* ha mantenido en España la tendencia que caracterizó su evolución en la primera parte del año. El consumo privado ha registrado una tasa de crecimiento moderada pero sostenida. La inversión en equipo y en construcción residencial, tras experimentar desaceleraciones importantes hasta los primeros meses de 1991, no muestran aún signos claros de reactivación. Por su parte, la demanda ejercida por las Administraciones Públicas, que mantuvo durante el primer semestre un carácter netamente más expansivo que la demanda privada, sigue registrando tasas de crecimiento superiores a esta última, aun cuando ha iniciado movimientos correctores de esa tendencia. Así, el consumo público se desaceleró ligeramente en los meses de verano, y la inversión en obra pública, aunque sigue creciendo a tasas elevadas, movida por su gran inercia, ha empezado a mostrar síntomas inequívocos de desaceleración futura a través de sus indicadores adelantados.

En los meses de verano, el *consumo privado* mantuvo una tasa de crecimiento real sostenida, en torno al 3 %, similar a la alcanzada en el segundo trimestre del año. Esta estabilidad en el ritmo de avance del consumo, recogida en el perfil del indicador de disponibilidades (véase el gráfico 5), se trasladó tanto a la producción interior de bienes y servicios de con-

sumo —que, en conjunto, no mostró avances sustanciales respecto al período precedente— como a las importaciones, que volvieron a registrar tasas de expansión elevadas.

En cuanto a la evolución de los diversos componentes del consumo, el agregado alimenticio mostró tasas de crecimiento intertrimestral próximas a cero, mientras que el resto del consumo se comportó de forma más expansiva. En particular, las adquisiciones de bienes de consumo no duradero registraron un fuerte impulso (el crecimiento nominal de las importaciones de este tipo de bienes se aproximó al 50 % en el bimestre de julio-agosto, en relación al mismo período de 1990), y el gasto en bienes de consumo duradero, aunque de forma más moderada, mantuvo la recuperación que ya se detectó en el primer semestre. Las compras de automoviles han registrado, finalmente, una tasa interanual de variación positiva en el mes de septiembre, reflejo, en parte, de la acentuada debilidad de la demanda en el mismo período de 1990, pero también, de su lenta recuperación a lo largo de 1991.

5. Indicadores de consumo e inversión



Fuente: Banco de España.

(a) Tasas intertrimestrales de la tendencia.

(b) T4,4 de la tendencia centrada.

(c) Tasas intertrimestrales de la serie original.

A lo largo del tercer trimestre parece haberse agudizado nuevamente el proceso de desaceleración del empleo que ha caracterizado, con mayor o menor intensidad, la evolución de este agregado en 1991. No obstante, el menor crecimiento de la remuneración de asalariados que ello implica se ha visto acompañado por un avance sustancial de las prestaciones sociales. Si a ello se añade la desaceleración de los precios al consumo a partir del segundo trimestre del año, parece haber evidencia suficiente para concluir que el poder adquisitivo de las familias está manteniendo ritmos de avance similares a los de 1990. En este contexto, el ritmo actual de consumo se sustenta holgadamente con los recursos disponibles, permitiendo, incluso, un aumento en la tasa de ahorro de las familias. En el cuarto trimestre del año, las devoluciones del impuesto sobre la renta de las personas físicas proporcionarán liquidez adicional a los consumidores y las expectativas de crecimiento de precios generadas por los aumentos en la imposición indirecta que se proyectan para 1992, inducirán, probablemente, un movimiento expansivo del consumo privado en los meses finales del año actual.

El *consumo público*, en términos reales, inició una ligera desaceleración en el tercer trimestre de 1991. Las compras netas de bienes y servicios, que registraron tasas de crecimiento elevadas en los seis primeros meses, muestran ahora un perfil de desaceleración que se acentuará, previsiblemente, en el último trimestre del año. La remuneración de asalariados también se ha desacelerado en relación al primer semestre, según se deduce de las cifras de gasto del Estado por este concepto, que pasaron de crecer un 12,5 % en junio a un 10,9 % en septiembre, en relación con el mismo período del año anterior.

La información recibida sobre la evolución de la *inversión en equipo* viene a confirmar que el punto más bajo de la recesión de este componente de la demanda se alcanzó entre los últimos meses de 1990 y los primeros de 1991, recuperándose posteriormente; no obstante, esta recuperación es todavía modesta y hay dudas sobre la duración e intensidad futura del proceso. Las importaciones de este tipo de bienes han mostrado un perfil de aceleración a lo largo de los meses transcurridos de 1991, y también la producción interior, que, aunque ha descendido un 10 % en los siete primeros meses del año, ha moderado su ritmo de descenso a partir del segundo trimestre. El índice de disponibilidades de bienes de equipo (véase gráfico 5) refleja la mejora tendencial de ambos indicadores, y las encuestas de opinión referidas al sector productor de bienes de equipo siguen mostrando expectativas optimistas sobre la evolución de la producción en los próximos meses. Para el conjunto de 1991 se prevé una caída moderada de la inversión en equipo, en torno al 3 %, en

línea con las intenciones mostradas por los empresarios en la última encuesta semestral de inversión, correspondiente a la primavera de este año.

Con todo, los signos de recuperación reseñados deben ser considerados con cierta cautela, en tanto no se perciba una mejora más clara de las condiciones económicas. Este compás de espera sobre la evolución futura de la inversión es similar al que se detecta en gran parte de los países industrializados y es consecuencia, a su vez, de la incertidumbre que afecta en estos momentos a la economía internacional. En el caso de España, a la incertidumbre sobre la recuperación de los mercados exteriores se suma el deterioro en la rentabilidad esperada de las inversiones, dado el amplio desfase entre el crecimiento de precios y salarios que se ha registrado este año en algunos sectores. Las elevadas tasas de crecimiento salarial han sido compensadas, en parte, por un aumento de la productividad aparente que ha moderado el avance de los costes del trabajo, pero, aun así, la desaceleración de los márgenes empresariales está siendo importante, y ello explica, en gran medida, el carácter moderado y titubeante de la recuperación de la inversión productiva.

El *gasto en construcción* ha registrado un ritmo de crecimiento sostenido en el período transcurrido de 1991, aunque inferior al de 1990. Este ritmo sostenido es fruto de la elevada magnitud de las obras públicas iniciadas en años anteriores y que aún siguen en curso de ejecución, ya que el gasto en vivienda se estima que habrá registrado una caída en ese período, como resultado del fuerte descenso que experimentaron las iniciaciones de viviendas a partir del cuarto trimestre de 1989. En 1991, las iniciaciones han vuelto a caer fuertemente, especialmente las de vivienda de libre iniciativa, que descendieron un 20 % en el primer semestre, sobre el mismo período de 1990. Por el contrario, las iniciaciones de viviendas de protección oficial en el tramo de promoción privada han aumentado 1,6 % en ese período. Si los descensos de los tipos de interés sobre préstamos hipotecarios que han tenido lugar a lo largo del año y las diversas medidas de promoción de la vivienda que se han anunciado tienen el efecto deseado sobre las iniciaciones en los próximos meses, cabe esperar que el comportamiento del gasto en vivienda sea más favorable en 1992.

Al contrario de lo sucedido en 1990, cuando la licitación oficial nominal aumentó un 42 %, el valor de las obras licitadas descendió más de un 15 % en los cinco primeros meses de 1991, lo que equivale a un descenso superior al 20 % en términos reales, y los primeros avances para junio y julio presentan valores igualmente negativos.

6. Comercio no energético

Los últimos datos sobre el nivel de las *existencias* de productos terminados, referidos a la encuesta de opiniones empresariales de junio, mostraban el mantenimiento de productos almacenados en niveles considerados superiores a lo normal. Por otro lado, con datos referidos también al período enero-mayo, las refinерías acumulaban un aumento importante de existencias de crudos de petróleo. No hay, sin embargo, información sobre la posible evolución de la inversión en existencias en el tercer trimestre.

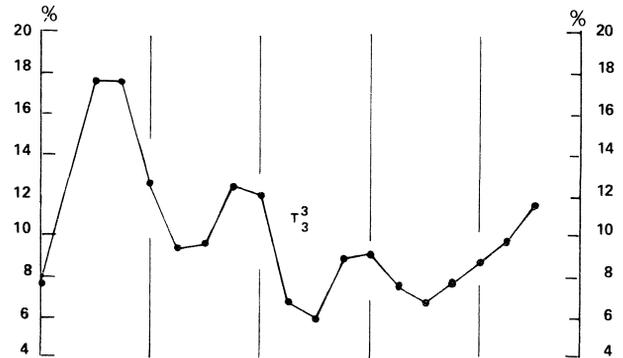
Tras alcanzar valores positivos en la segunda parte de 1990, la aportación de la *demanda exterior* neta al crecimiento del PIB se tornó progresivamente negativa a lo largo del primer semestre de 1991, a medida que las importaciones se aceleraban. En los meses del verano, las importaciones han mantenido los elevados ritmos de crecimiento alcanzados previamente, mientras que las exportaciones de bienes y servicios registraron un comportamiento ligeramente más expansivo.

Las *exportaciones no energéticas* registraron una suave desaceleración, en términos reales, entre los dos primeros trimestres del año en curso. El dato de julio parecía confirmar que esa desaceleración iba a continuar en los meses de verano, de acuerdo con la percepción general de debilidad en las economías de los principales países desarrollados. No obstante, en los meses de agosto y septiembre la exportación no energética se ha situado de nuevo en una senda expansiva.

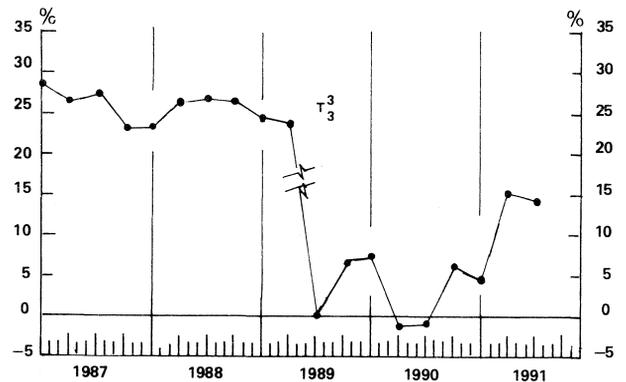
En los nueve primeros meses del año las exportaciones a la CEE crecieron un 14,9 % en términos nominales, sobre igual período del año anterior. Dentro del mercado comunitario destacaron las ventas a Alemania e Italia, que aumentaron un 38,9 % y un 20,4 %, respectivamente; las exportaciones a otros países de la CEE mostraron crecimientos menos intensos, y las dirigidas al Reino Unido registraron en particular un descenso del 3 % en el período de referencia. Las exportaciones a los países restantes de la OCDE disminuyeron en los nueve primeros meses, con una caída del 13,1 % en las ventas a Estados Unidos. Por último, cabe señalar la lenta recuperación del mercado de la OPEP y el dinamismo de la exportación hacia los países asiáticos de reciente industrialización.

Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de consumo, y en particular las del agregado no alimenticio, son las que han mostrado una mayor fortaleza en el período transcurrido de 1991, manteniendo una tasa de crecimiento tendencial, en términos nominales, del 15 %. En el otro extremo, cabe destacar el menor dinamismo de las ventas de

Exportaciones en pesetas corrientes: tendencia



Importaciones en pesetas corrientes: tendencia



Fuentes: Dirección General de Aduanas y Banco de España.

(a) A mediados de 1989 se produjo un cambio significativo en la evolución de la serie de importaciones no energéticas que obligó a una ruptura en el tratamiento estadístico de la serie.

bienes de equipo, cuyo crecimiento nominal en el período enero-septiembre, en relación al mismo período de 1990, se situó en el 6 %.

Las *importaciones no energéticas* presentaron un perfil de aceleración en los primeros meses de 1991, manteniendo posteriormente tasas reales elevadas cercanas al 10 %. Todos los componentes de las importaciones no energéticas, con excepción de las compras de alimentos, comparten ese perfil de mayores crecimientos a lo largo del año. Especialmente expansivas han sido las compras de bienes de consumo no alimenticio, que vienen manteniendo ritmos de crecimiento elevados desde la segunda parte de 1990. Las importaciones de bienes de equipo, por su parte, tras registrar tasas de expan-

sión negativa a finales de 1990 y comienzos del presente año, han iniciado una intensa recuperación a partir del mes de abril, de forma que su tasa de crecimiento nominal acumulado, en relación a igual período del año anterior, pasó del -8,5 % en marzo al 3,1 % en septiembre.

En el período enero-septiembre, el crecimiento de las *importaciones netas de productos energéticos* ha sido moderado, del orden del 5 %, según los datos en toneladas de la Dirección General de Aduanas. El hecho de que las exportaciones de derivados del petróleo hayan registrado en este período una tasa muy superior a las importaciones de crudos, en términos reales, hace pensar que el proceso de acumulación de stocks de petróleo crudo que tuvo lugar en los primeros meses de 1991 ha dado lugar, posteriormente, a un retroceso de las existencias y a un incremento de las ventas de productos derivados.

Por último, hay que subrayar la mejora que han experimentado los ingresos por *turismo* en los meses de verano, alcanzándose una tasa de variación acumulada positiva del 4 % hasta el mes de septiembre, en relación a 1990. Este aumento de los ingresos ha venido acompañado de un mejor comportamiento de los indicadores turísticos reales; así, los viajeros entrados en España en los ocho primeros meses de 1991 registraron un incremento interanual del 1,6 %. Esta recuperación del turismo se ha visto favorecida por recortes sustanciales de precios, que no es posible evaluar con los indicadores disponibles, y por la situación política que viven algunos países competidores, que ha desviado hacia España una parte del turismo que normalmente se hubiera dirigido hacia esas zonas.

4. ACTIVIDAD, EMPLEO, SALARIOS Y PRECIOS

Las cifras de *actividad* del segundo trimestre de este año confirman la estabilidad del ritmo de crecimiento del producto en torno al 2,5 %, sin que existan síntomas de mayor dinamismo para el tercer trimestre. Dentro de la actividad industrial, la producción de bienes de consumo está experimentando una recuperación más moderada que la prevista tras el fin del conflicto del Golfo; en cuanto a la producción de bienes de inversión, su evolución reciente no evidencia que se haya iniciado un proceso de recuperación, tras dos años de desaceleración continuada, aunque hay síntomas de que el fondo de la recesión en este sector se alcanzó durante el primer trimestre del año. Por último, la producción de bienes intermedios permanece estancada. A partir de los datos de empleo y paro registrado, se confirma,

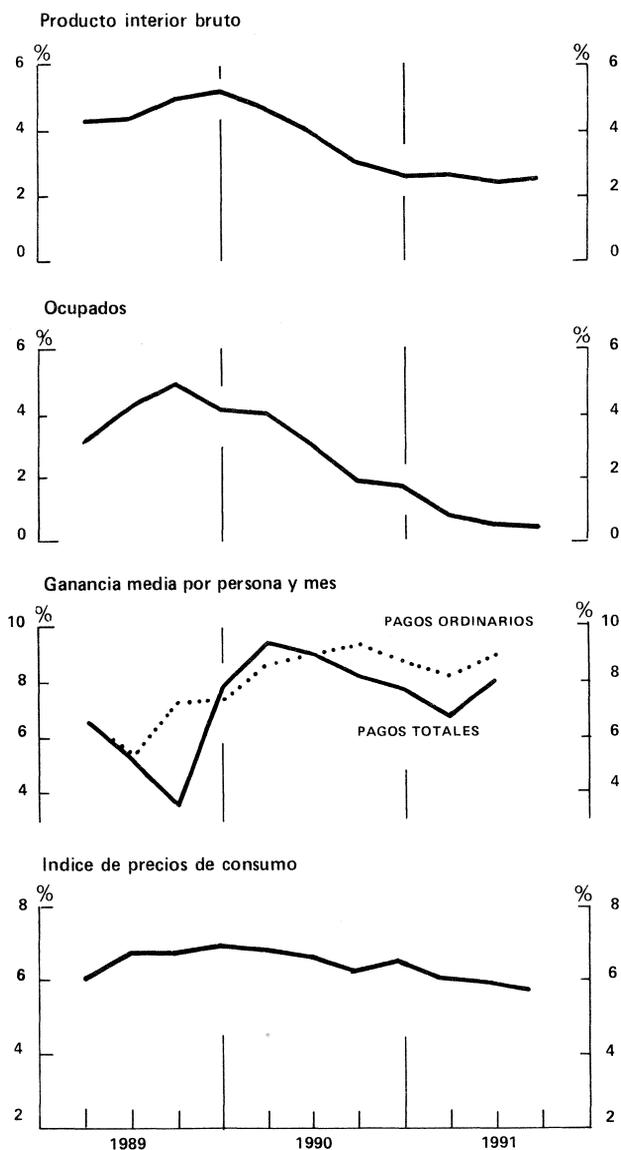
también, la tónica de desaceleración en la tasa de crecimiento de los servicios destinados a la venta, aunque la mejora de los resultados turísticos lleva a pensar que el deterioro no fue homogéneo dentro del sector. Finalmente, el ritmo de actividad en el sector de la construcción se ha moderado suavemente, en línea con la información que aportan los indicadores de demanda. Este menor crecimiento, que se aprecia, en general, en todos los sectores de la economía, ha venido acompañado de una aceleración de la productividad observada del trabajo.

El menor ritmo de expansión del producto desde el segundo semestre de 1989 dio paso a un ajuste casi inmediato del *empleo* a partir del cuarto trimestre de ese año, situación que aparece reflejada en el gráfico 7. Los últimos datos de la EPA, correspondientes al segundo trimestre de 1991, parecían indicar que el proceso de desaceleración del empleo se estaba deteniendo; no obstante, el paro registrado en el pasado mes de septiembre, último dato disponible, mostró un sensible empeoramiento con respecto a meses anteriores, al reducirse hasta 48.000 personas el ritmo anual de absorción del paro, frente a las 80.000 que se venían manteniendo desde octubre.

Por sectores, las variaciones anuales del *paro registrado* mantuvieron hasta el mes de septiembre los mismos signos que en meses anteriores, con caídas del paro en la agricultura, la industria y el colectivo sin empleo anterior, y aumentos en la construcción y los servicios. Sin embargo, en los sectores en los que el paro ha caído, la tasa de disminución se ha reducido, y en los sectores en los que el paro está aumentando se ha producido una aceleración, que ha tenido mayor intensidad en los servicios.

La rápida reacción del empleo ante el menor ritmo de crecimiento de la actividad productiva pone de manifiesto el cambio que se ha producido en el mercado de trabajo español en términos de velocidad de ajuste del empleo, haciéndose patente su mayor variabilidad cíclica. Esta mayor variabilidad cíclica se ve acentuada por la rigidez salarial que sigue existiendo en la economía española. En el gráfico 7 se aprecia la fuerte resistencia a la reducción de los salarios nominales, pese al desfavorable comportamiento del empleo, indicando que el ajuste a un ritmo de demanda más lento, especialmente en los sectores sometidos a la competencia exterior y con mayores dificultades para trasladar a los precios los mayores costes, se efectúa a través de pérdidas de empleo y no mediante la moderación salarial. Los resultados en términos de paro se han visto amortiguados por el carácter procíclico que ha mostrado la tasa de participación, al reducirse el ritmo de crecimiento intera-

7. Crecimiento real, ocupados, salarios y precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

nual de la población activa femenina, especialmente en el grupo central de edades, y caer la población activa masculina.

Las *ganancias medias por trabajador y mes*, en concepto de pagos totales, registraron un incremento interanual del 8 % en el segundo trimestre de 1991, mientras que el incremento en concepto de pagos ordinarios fue del 8,9 %. Ello implica una aceleración importante respecto al trimestre anterior,

que es consecuencia, en parte, del efecto moderador que indujo en el primer trimestre de 1991 el escaso impacto de la cláusula de revisión salarial de 1990, y en parte, también, de la incidencia de la negociación salarial, que se ha efectuado con cierto retraso, al producirse el grueso de los acuerdos a lo largo del segundo y tercer trimestres del año. El incremento salarial pactado para 1991 se sitúa, con datos hasta septiembre, en el 7,9 %, tan sólo dos décimas por debajo del registrado en el mismo período del año anterior.

Dentro de los resultados de la negociación colectiva en 1991, cabe destacar el cambio que se ha producido en su composición entre convenios plurianuales y convenios nuevos. Los primeros han aumentado intensamente y han pasado a representar un 45 % del total de convenios en 1991, frente al 25 % en 1990. A pesar de que cabría esperar lo contrario, este cambio en la composición no ha tenido un efecto moderador sobre el crecimiento salarial, ya que, durante este año, se ha producido una aceleración de los salarios pactados en convenios plurianuales, frente a una gran estabilidad del ritmo de crecimiento de los salarios pactados en convenios nuevos, cerrándose la brecha que habitualmente había existido entre ambos.

La construcción sigue siendo el sector que experimenta mayores presiones salariales, a pesar de la importante caída que se está produciendo en el ritmo de creación de empleo. Algo similar ocurre en la industria, donde se aprecian síntomas de aceleración de los salarios que pueden estar reflejando la expulsión de mano de obra temporal, con salarios más bajos, ante el menor crecimiento de la actividad. Por último, en los servicios se detectan síntomas de una desaceleración en el ritmo de crecimiento salarial, aunque de carácter moderado.

El crecimiento de los salarios nominales en 1991, similar al de 1990, está suponiendo un aumento de los salarios reales superior al del año anterior, debido al descenso en la tasa de inflación registrado entre ambos años. Paralelamente al incremento en los salarios reales, los márgenes empresariales están experimentando una desaceleración, aunque menos intensa de lo que cabría deducir de la evolución de salarios y precios. Esto es debido a que las ganancias de productividad observada, derivadas del rápido ajuste a la baja del empleo, están moderando el crecimiento de los costes laborales unitarios.

Por lo que se refiere a los precios, el último dato observado del *Índice de Precios al Consumo*, correspondiente al mes de septiembre, ha situado su tasa interanual en el 5,7 %. Este dato supone un manteni-

miento de la pauta de comportamiento observada en el IPC en los meses precedentes, manteniéndose una ligera desaceleración en sus componentes, con la excepción del de alimentos sin elaborar que tiene una mayor errática. La tasa prevista de crecimiento del IPC a lo largo de 1991 es del 5,5 %, un punto inferior al 6,5 % registrado a lo largo de 1990; con todo, una vez excluidos los precios de los alimentos sin elaborar y de los productos energéticos, el núcleo menos errático del índice registrará probablemente un crecimiento similar al observado en 1990.

El índice de *precios industriales* no ha mantenido la desaceleración que experimentó durante buena parte del primer semestre del año, observándose una aceleración en los precios al por mayor de los bienes de consumo, iniciada ya en los últimos meses de 1990, junto con la desaparición de la suave tendencia a la desaceleración que pareció observarse en los precios al por mayor de bienes de equipo durante los primeros meses del año. Los precios de bienes intermedios continúan manteniéndose estabilizados.

Los diferentes indicadores muestran que la evolución de los precios en 1991 ha mantenido el carácter dual que ya evidenciara en años anteriores, con un crecimiento en los precios de los servicios sustancialmente superior al de los precios de los productos industriales. La persistencia de este núcleo inflacionista en los servicios, unida a la insuficiente diferenciación salarial que existe entre las distintas ramas productivas, hace que se avance muy lentamente en la lucha contra la inflación, a la vez que se va deteriorando sensiblemente la rentabilidad en los sectores menos inflacionistas. Los aumentos en los precios de los servicios alimentan las subidas salariales en todos los sectores, presionando a los precios al alza. No obstante, en los sectores expuestos a mayores niveles de competencia, como el industrial, hay dificultades para trasladar los aumentos de costes a precios, con el consiguiente deterioro de los márgenes empresariales, que lleva a obtener reducciones de costes unitarios a través de destrucciones de empleo.

5. EJECUCION Y FINANCIACION DEL PRESUPUESTO DEL ESTADO HASTA SEPTIEMBRE DE 1991

La *necesidad de financiación neta* del Estado ha sido de 1.179 mm en el período enero-septiembre de 1991, con una tasa de variación del 21,2 % con respecto al mismo período del año anterior, una vez homogeneizados los ingresos (1). Tanto los *ingresos no*

(1) Las tasas de crecimiento a que se hace referencia en el texto corresponden a las cifras acumuladas desde principios del año, sobre la cifra correspondiente al mismo período del año anterior,

financieros, que han aumentado un 12,7 %, como los *pagos no financieros*, cuyo crecimiento ha sido del 13,7 % (cuando se incluyen los pagos de intereses efectuados por el Banco de España y que se hallan pendientes de reconocimiento), se han desacelerado recientemente.

Entre los ingresos, destaca la desaceleración sostenida de los *impuestos directos*. La observada en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas ha sido consecuencia del menor crecimiento de las retenciones a cuenta de los rendimientos del trabajo personal (afectadas por el ajuste de los tipos de retención aprobado en mayo) y de los rendimientos del capital. La reducción de la recaudación del Impuesto sobre Sociedades se debe al deterioro de la cuenta de resultados de las entidades sujetas al impuesto, en el ejercicio correspondiente a 1990, y de los mayores pagos a cuenta realizados a lo largo de 1990 —debidos al aumento en el tipo de retención sobre rendimientos del capital en 1988, y a la elevación en 5 puntos de los ingresos a cuenta, que además estaban calculados con referencia a unos niveles de beneficio elevados, correspondientes a años anteriores—. Ambos factores se han reflejado en un menor ingreso por las liquidaciones definitivas, a lo que hay que añadir la desaceleración de los ingresos por retenciones sobre rendimientos del capital en estos últimos meses.

Los *impuestos indirectos* siguen mostrando la tendencia de crecimiento débil (5,4 %) que ha caracterizado su evolución desde hace año y medio. El Impuesto sobre el Valor Añadido sólo ha crecido un 7,8 %, manteniéndose la divergencia entre el aumento más alto del que grava las operaciones interiores y el menor crecimiento del que recae sobre las importaciones. Los impuestos especiales siguen aumentando su recaudación a un ritmo muy vivo (29,9 %), en tanto que la de los impuestos sobre tráfico exterior acentúa su caída (-15,4 %), como resultado de la reducción de aranceles y la menor pujanza de las importaciones.

El resto de ingresos netos ha elevado su tasa de crecimiento hasta el 25,8 %. Al margen de los ingresos por enajenación de inversiones, cuyo volumen es poco importante, tanto los ingresos patrimoniales como las transferencias corrientes se han

excepto indicación en contra. Debe advertirse que, aun cuando en el cuadro 4 aparecen las cifras oficiales facilitadas por la Intervención General de las Administraciones del Estado, las cifras de ingresos del período enero-septiembre de 1990 deben corregirse, a efectos del análisis, debido a la traslación que hubo de parte de los ingresos de septiembre de 1990 a la primera semana de octubre del mismo año. Las correcciones estimadas importan 552 mm más en los ingresos totales, desglosados de esta forma: 265 mm en IRPF, 35 mm en el Impuesto de Sociedades, 141 mm en el IVA, 106 mm en los impuestos especiales, y 5 mm en los otros ingresos netos.

4. Estado. Ejecución presupuestaria y financiación

mm y %

	Presupuesto inicial			Liquidación			Liquidación		
	Liquidación 1990	1991	Δ %	1990 ENE-JUN	1991 ENE-JUN	Δ %	1990 ENE-SEP	1991 ENE-SEP	Δ %
	1	2	3=2/1	4	5	6=5/4	7	8	9=8/7
1. Ingresos no financieros	10.207	11.659	14,2	4.487	5.202	15,9	6.764	8.247	21,9
Impuestos directos	4.992	5.835	16,9	2.127	2.652	24,7	3.447	4.353	26,3
<i>IRPF</i>	3.464	4.089	18,0	1.720	2.260	31,4	2.365	3.286	39,0
<i>Sociedades</i>	1.433	1.656	15,5	352	354	0,3	1.009	1.012	0,3
<i>Otros</i>	94	90	-4,5	55	38	-29,7	73	55	-25,0
Impuestos indirectos	4.021	4.384	9,0	1.894	1.979	4,5	2.675	3.079	15,1
<i>IVA</i>	2.489	2.760	10,9	1.164	1.261	8,4	1.673	1.954	16,8
<i>Especiales</i>	984	1.207	22,7	432	583	35,0	597	914	53,0
<i>Tráfico exterior</i>	336	332	-1,3	177	152	-14,0	254	215	-15,4
<i>Otros</i>	213	85	-60,1	122	-18	-	151	-4	-
Otros ingresos netos	1.194	1.440	20,7	466	571	22,7	643	815	26,8
2. Pagos no financieros	11.377	12.159	6,9	5.243	6.076	15,9	8.275	9.097	9,9
Personal	2.164	2.326	7,5	1.064	1.197	12,5	1.554	1.724	10,9
Compras	314	329	4,7	132	185	39,7	214	275	28,7
Intereses	1.428	1.534	7,4	818	718	-12,1	1.163	1.165	0,1
Transferencias corrientes	5.607	5.794	3,4	2.530	2.937	16,1	4.133	4.431	7,2
Inversiones reales	896	1.087	21,2	351	495	41,1	586	755	28,9
Transferencias de capital	968	1.089	12,5	348	543	56,1	625	747	19,6
3. Déficit de caja no financiero	-1.170	-500	-57,3	-756	-874	15,7	-1.511	-851	-43,7
4. Otros gastos no financieros	27	-	-	59	382	-	14	329	-
Intereses	41	-	-	64	375	-	18	319	-
Otros gastos	-14	-	-	-5	8	-	-4	9	-
5. Financiación neta (5=2+4-1)	1.197	=	=	815	1.257	54,2	1.525	1.179	-22,7
6. Variación neta de activos financieros	264			190	195	2,3	238	231	-2,9
Activos frente al crédito oficial	25			18	16	-10,4	25	40	59,8
Otros activos netos	238			172	178	3,6	213	191	-10,3
7. Variación neta de pasivos financieros	1.461			1.005	1.451	44,4	1.763	1.410	-20,0
Recurso al Banco de España	-130			-19	952	-	481	-82	-
Emisión neta de valores (a)	1.450			768	320	-58,3	1.115	1.292	15,8
<i>Pagarés del Tesoro</i>	-796			-380	-534	40,4	-513	-824	60,8
<i>Letras del Tesoro</i>	1.712			994	-945	-	1.148	365	-68,2
<i>Deuda a medio y largo plazo</i>	544			158	1.798	-	489	1.756	-
<i>Deuda asumida</i>	-10			-5	0	-94,6	-10	-5	-45,0
Deuda no negociable	-30			-15	-16	9,7	-30	-24	-21,9
Préstamos en moneda extranjera	212			118	120	1,1	145	101	-30,2
Emisión de moneda	17			6	4	-28,9	14	14	0,1
Depósitos y desfases	-127			77	9	-88,2	-31	46	-
Otros pasivos netos	69			69	63	-9,2	69	63	-9,2

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

(a) En términos efectivos.

acelerado durante el tercer trimestre. No obstante, estas últimas mantienen tasas de variación negativas debido a las elevadas transferencias procedentes de la Seguridad Social recibidas en 1990, y a los menores ingresos por contribuciones concertadas en 1991. Por el contrario, las tasas y otros ingresos, así como las transferencias de capital, mantienen altas tasas de crecimiento, aunque menores que las del primer semestre.

La tasa de crecimiento de los *pagos no financieros* se ha reducido en 6 puntos porcentuales durante el tercer trimestre, hasta quedar situada en el 9,9 %, y en el 13,7 % una vez que son incluidos los intereses pagados y pendientes de reconocimiento. Hay que recordar que durante la primera mitad de 1990 se actuó bajo la prórroga de los presupuestos del año anterior, lo que obligó a una contención fuerte de los gastos en ese período, ocasionando las altas tasas de crecimiento en los gastos registradas en la primera mitad de 1991. El capítulo de gastos por intereses reconocidos ha sido el único que ha experimentado una aceleración durante el tercer trimestre, en tanto que se han desacelerado los restantes capítulos de gastos.

A pesar de su desaceleración, los *gastos de personal* han registrado un incremento del 10,9 %, superior al 9,8 % que se deduce de los créditos totales, incluidos los 51 mm de ampliación. Como se preveía, la tasa de crecimiento de las *compras de bienes y servicios* se ha reducido significativamente a lo largo del verano, situándose en el 28,7 %. Los créditos totales, incluyendo los 56 mm de ampliación, suponen un aumento del 22,7 % para el conjunto del año, en tanto que las obligaciones reconocidas han crecido un 25,3 % hasta septiembre.

Los pagos por *intereses* reconocidos se han acelerado significativamente en los últimos meses, creciendo un 0,1 %. Si al volumen de los pagos contabilizados por el Tesoro se suman los intereses ya abonados por el Banco, que ascienden a 319 mm, frente a los 18 mm de 1990, la tasa de crecimiento de esta rúbrica subiría hasta el 25,6 %.

Las *transferencias corrientes*, que tienen un peso cercano al 50 % del total de los pagos corrientes, han reducido drásticamente su tasa de variación, hasta el 7,2 %, en línea con la tasa de crecimiento que se deduce de los créditos totales, 7,2 % una vez tenidos en cuenta los 218 mm en que se ampliaron los créditos hasta septiembre. Hasta julio, los mayores volúmenes por obligaciones reconocidas correspondieron a la Seguridad Social, las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales, con incrementos del 8,5 %, 19,2 % y 1 %, respectivamente.

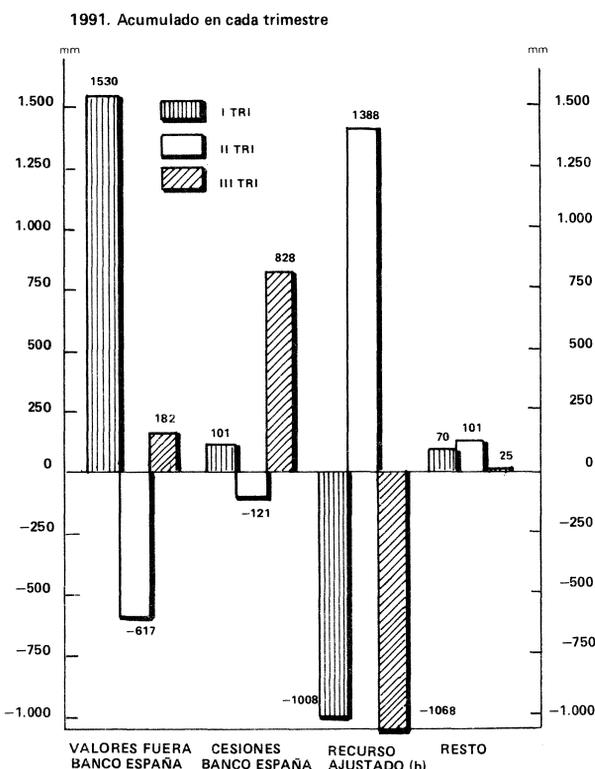
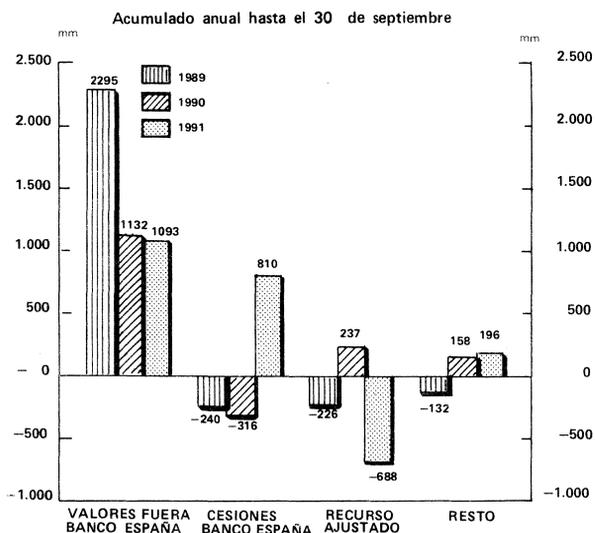
Por último, los pagos de capital también se han desacelerado durante el tercer trimestre de 1991. Las *transferencias de capital* han registrado un crecimiento del 19,6 %. Los mayores volúmenes de obligaciones reconocidas hasta julio se han dirigido a Organismos Autónomos Administrativos, a Empresas Públicas y Otros Entes Públicos, y a Comunidades Autónomas. Por su parte, las *inversiones reales* han pasado a registrar una tasa de crecimiento de 28,9 %, que se sitúa ya por debajo de la tasa que se deduce de los créditos totales, 37,6 %, una vez tenidos en cuenta los 146 mm de ampliación de los créditos iniciales. Por secciones, alrededor del 67 % de los compromisos de gastos hasta julio se han destinado a Obras Públicas y Transportes y más del 21 % a Defensa.

En cuanto a la *financiación del Estado*, las colocaciones más elevadas en el tercer trimestre correspondieron a las letras del Tesoro, con una emisión neta de 1.310 mm, mientras que en el caso de la deuda a medio y largo plazo y de los pagarés del Tesoro las emisiones no cubrieron los vencimientos ocurridos, registrándose una emisión neta negativa de 42 y 290 mm, respectivamente.

Las expectativas existentes sobre la evolución futura de los tipos de interés ha ido variando a lo largo del trimestre, determinando grados de intensidad muy diferentes en cuanto a la demanda de valores públicos. Podrían distinguirse, en líneas generales, tres fases: la primera comprendería el mes de julio y los primeros días de agosto, y se caracteriza por una demanda muy escasa de valores, a pesar de las elevaciones entre 0,3 y 0,6 puntos que habían registrado las rentabilidades de los distintos instrumentos de deuda pública. Ello hizo que el recurso del Estado al Banco de España alcanzara rápidamente cifras muy voluminosas, lo cual reforzó las expectativas de aumento de los tipos de interés, dada la restricción que existe sobre la apelación al Banco a final de año. La incertidumbre sobre los tipos de interés desplazó la demanda hacia el mercado de cesiones a tres meses, de forma que, en este período, la emisión neta de letras a un año fue negativa por 390 mm. Las subastas de deuda a medio y largo plazo correspondientes a julio y agosto, y celebradas a finales de junio y julio, respectivamente, se declararon desiertas, dada la escasa demanda registrada y el nivel de tipos de interés exigidos.

En la segunda fase, que abarca desde mediados de agosto hasta finales de septiembre, el mantenimiento de los tipos marginales de las letras a un año y de las cesiones a tres meses durante varias subastas eliminaron las expectativas de nuevos aumentos, incentivando la demanda de valores. En el caso de las letras del Tesoro a un año, el volumen de

8. Endeudamiento total del Estado Distribución por instrumentos



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.

solicitudes llegó a superar los 900 mm en algunas subastas. En esta situación y para evitar una emisión excesiva, el Tesoro hubo de reducir sus tipos de interés. Pese a ello, las emisiones netas de letras a un año alcanzaron cifras elevadas (900 mm en dicho período). Asimismo, la demanda de deuda a medio y largo plazo se incentivó. En las subastas de bonos y obligaciones, correspondientes a septiembre y celebradas a finales de agosto, se colocaron 162 mm, aunque con una elevación en torno a los 0,4 puntos porcentuales. En la celebrada a primeros de octubre, los tipos se redujeron 0,15 y 0,33 puntos porcentuales, colocándose 247 mm frente a una amortización de 147 mm.

La última fase se inició a finales de septiembre. El mantenimiento del tipo de intervención decenal del Banco de España y la ligera elevación por 5 puntos básicos en dos ocasiones (27 de septiembre y 4 de octubre) del tipo de intervención diaria han paralizado las expectativas de descenso de los tipos de interés existentes, reduciéndose paralelamente la demanda de valores en los mercados de emisión. En las dos primeras subastas de letras a un año celebradas en octubre, al mismo tipo marginal anterior (11,85 %), sólo se emitieron 285 mm, que representaron el 65 % de los vencimientos que se produjeron. Finalmente, en la subasta de cesiones a tres meses del 18 de octubre, también al mismo tipo marginal (12,10 %), la colocación fue de 30 mm, frente a 77 mm que vencían.

La demanda de pagarés del Tesoro continuó siendo muy baja en el tercer trimestre, resultando una emisión neta negativa por 412 mm. Por otra parte, la magnitud del canje de pagarés por deuda especial no ha alcanzado hasta ahora resultados significativos (9 mm desde que comenzó a finales de junio).

6. BALANZA DE PAGOS

El déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente (2) estimado para los tres primeros trimestres del año es de 1.136 mm, 202 mm menos que en igual período del año anterior. Esta corrección del desequilibrio por cuenta corriente se debe, básicamente, a la evolución favorable de la balanza de transferencias, que compensó ampliamente el deterioro del saldo neto de rentas de inversión. El déficit por operaciones de bienes y servicios registró una pequeña mejora en el conjunto de los nueve primeros meses del año respecto a igual período de 1990.

(1) Los datos de la balanza por cuenta corriente se calculan según la metodología de la Cuenta del Resto del Mundo de Contabilidad Nacional, correspondiendo a estimaciones de carácter provisional realizadas por el Banco de España.

La balanza comercial, que en el primer semestre del año contribuyó positivamente a la corrección del déficit por cuenta corriente, registró un empeoramiento, tanto en su componente energético como en el no energético, en el tercer trimestre, en relación al mismo período del año anterior, como consecuencia de la recuperación de las importaciones no energéticas y del mantenimiento de tasas elevadas de crecimiento nominal en las compras energéticas.

La mejora del saldo comercial no energético estimada para los nueve primeros meses del año es de 65 mm, cifra considerablemente inferior a los 160 mm estimados en el primer semestre de 1991. Las exportaciones no energéticas mostraron un comportamiento favorable, con un crecimiento acumulado, en pesetas corrientes, del 9,6 % en los nueve primeros meses del año, respecto a igual período del año anterior, según datos de la Dirección General de Aduanas. Las importaciones no energéticas, por su parte, registraron un crecimiento nominal del 7,6 %, observándose una recuperación a partir del segundo trimestre, tras la atonía mostrada en los primeros meses del año. Los precios de importación y exportación continuaron experimentando una evolución muy moderada, dando lugar a una mejora de la relación real de intercambio que contribuyó a la reducción del desequilibrio comercial no energético en términos nominales.

En cuanto al comercio energético, las importaciones se comportaron expansivamente en los nueve primeros meses del año, registrando un crecimiento nominal del 12,3 % respecto a igual período del año anterior. En términos reales, las importaciones energéticas han presentado un crecimiento más moderado, debido, en parte, al retroceso del volumen de petróleo crudo descargado en las refinerías españolas, con destino a operaciones de maquila. El precio en dólares del barril de crudo importado siguió una senda ascendente en el tercer trimestre del año, tras la estabilidad mostrada en los meses precedentes, situándose en septiembre en 17,7 dólares barril. En el período enero-agosto, el precio medio del barril de crudo importado fue de 18 dólares, lo que supone un crecimiento del 3,2 % en relación a 1990. A pesar de que la peseta se ha depreciado frente al dólar a lo largo de la mayor parte de 1991, el tipo de cambio medio en los nueve primeros meses del año mantuvo un nivel similar al registrado en igual período del año anterior, y el incremento de los precios de importación del crudo en pesetas se situó en el 2,3 %.

El saldo neto de las operaciones de turismo registró un incremento estimado de 52 mm en el tercer trimestre del año. La recuperación del componente de ingresos en los meses de verano, que sitúa el crecimiento interanual acumulado en los nueve

5. Balanza de pagos

	mm								
	1990 (p)	1990 (p)			Acumulado ENE-SEP 1990	1991 (p)			Acumulado ENE-SEP 1991
		I TR	II TR	III TR		I TR	II TR	III TR	
Bienes	-3.343	-880	-922	-739	-2.541	-771	-919	-854	-2.544
Energéticos	-761	-189	-152	-152	-493	-208	-180	-173	-561
No energéticos	-2.582	-691	-770	-587	-2.048	-563	-739	-681	-1.983
Turismo	1.440	286	339	496	1.121	268	346	559	1.173
Otros Servicios	257	61	63	80	204	65	80	90	235
Operaciones de bienes y servicios	-1.646	-533	-520	-163	-1.216	-438	-493	-205	-1.136
Rentas	-433	-82	-128	-131	-341	-99	-145	-162	-406
Transferencias corrientes	311	86	44	89	219	120	110	176	406
Saldo por cuenta corriente	-1.768	-529	-604	-205	-1.338	-417	-528	-191	-1.136
Transferencias de capital	143	36	36	35	107	45	50	50	145
Necesidad de financiación	-1.625	-493	-568	-170	-1.231	-372	-478	-141	-991
Capital a largo plazo	1.931	284	503	509	1.296	1.104	772	629	2.505
Capital a corto plazo	14	-25	87	-28	34	69	-129	218	158
Otras operaciones del sistema crediticio	29	237	-14	-291	-68	-560	-112	-541	-1.213
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-383	-157	-112	65	-204	-177	-227	-116	-520
Saldo de operaciones de capital	1.591	339	464	255	1.058	436	304	190	930
Ajuste	34	154	104	-85	173	-64	174	-49	61

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

primeros meses del año en un 4,6 %, constituyó la nota más destacable. Los pagos por operaciones de turismo presentaron, por su parte, una evolución muy moderada.

El saldo de rentas de inversión continúa deteriorándose, en línea con el creciente endeudamiento exterior de la economía. El saldo neto del sector público sigue mejorando como consecuencia de los rendimientos procedentes de la colocación de las reservas centrales en el exterior. Sin embargo, el saldo correspondiente al sector privado sufrió una caída de 94 mm en el período enero-agosto, en relación a los mismos meses de 1990. Dentro de este apartado, cabe mencionar el notable crecimiento de los pagos derivados de inversiones directas.

Por último, la balanza de transferencias constituye la rúbrica que más aporta a la corrección del desequilibrio por cuenta corriente en los tres primeros trimestres del año. A la evolución favorable mostrada en los primeros meses, debida al retraso en la percepción de transferencias comunitarias correspondientes a 1990, se sumó un importante incremento en el mes de julio, que ha permitido estimar un supe-

ravit por transferencias corrientes, hasta el mes de septiembre, de 406 mm, 187 mm más que en el mismo período del año anterior.

El resultado conjunto de las operaciones por cuenta corriente, unido a las transferencias de capital, determinó una necesidad de financiación del conjunto de la economía nacional cifrada en 991 mm en los nueve primeros meses de 1991, 240 mm menos que en igual período del año anterior.

En el período enero-septiembre de 1991 se ha registrado una intensa afluencia de capital extranjero, que ha determinado un saldo de la balanza de capitales fuertemente superavitario y una acumulación de reservas centrales por importe de 1.092 mm.

Los aspectos más destacables de la evolución de la balanza de capitales a lo largo de 1991 pueden resumirse en los siguientes puntos.

En lo que se refiere a las entradas de capitales cabe señalar, en primer lugar, el aumento registrado por la inversión en valores públicos efectuado por no residentes, que ascendió a 1.091 mm en el período

6. Detalle de la balanza de capitales

mm

	1990	1991			
		I TR	II TR	III TR	ENE-SEP
BALANZA DE CAPITAL	1.592	436	528	190	1.154
Capital a largo plazo	1.931	1.104	772	629	2.505
Del exterior en España	2.443	1.220	925	770	2.915
Inversiones	1.999	1.185	572	485	2.242
Directas	1.073	279	157	194	630
En cartera	605	872	363	202	1.437
Otras	321	34	52	89	175
Créditos	444	35	352	286	673
De España en el exterior	-512	-116	-153	-141	-410
Inversiones	-323	-86	-128	-57	-271
Créditos	-189	-30	-26	-83	-139
Capital a corto plazo	14	69	-129	218	158
Instituciones bancarias	867	-225	718	-323	170
Posición	491	-267	376	-118	-9
Pasivos en pesetas convertibles	402	46	236	-252	30
Depósitos en divisas	-122	-28	-29	-18	-75
Otros	96	24	135	65	224
Banco de España	-837	-335	-606	-218	-1.159
del cual:					
Variación de reservas centrales					
Aumento: (-)	-862	-308	-610	-174	-1.092
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-383	-177	-227	-116	-520

Fuente: Banco de España.

analizado (-4 mm entre los meses de enero y septiembre de 1990), y cierta reducción respecto a las cifras de 1990 en los niveles de inversión en valores privados, con un importe acumulado en este mismo período de 975 mm (1.058 mm en 1990).

El grueso de la inversión pública, un total de 797 mm, se efectuó entre los meses de febrero y abril, coincidiendo con el período de máximas expectativas de descenso en los tipos de interés domésticos, de mayores ganancias de capital esperadas por este concepto, y de fuerte estabilidad del tipo de cambio de la peseta. La posterior disminución en el ritmo de aumento de adquisiciones de valores públicos por no residentes refleja, por su parte, el agotamiento de las expectativas de nuevas bajadas en los tipos de interés durante los meses de verano, y la incertidumbre generada en los mercados financieros internacionales, a raíz de los acontecimientos que tuvieron lugar en la Unión Soviética en el mes de agosto.

A lo largo de 1991 se ha registrado, asimismo, un significativo aumento en la financiación crediticia contratada en el exterior por el sector privado residente, que, en términos de préstamos directos, cabe cifrar en 498 mm (64 mm en igual período del año anterior). De ellos, 460 mm fueron préstamos concertados entre los meses de abril y agosto, en clara respuesta a la eliminación del depósito previo el día 15 de marzo y al mantenimiento de diferenciales de tipos de interés favorables al endeudamiento exterior.

Frente a estos comportamientos, comparativamente expansivos, se ha producido una reducción importante en el endeudamiento en divisas de bancos y cajas como consecuencia, sobre todo, de la caída en 9 mm de la posición corta en moneda extranjera, mantenida por las entidades bancarias (frente a un aumento de 315 mm en 1990) y de la disminución en 37 mm de los pasivos en pesetas de no residentes (aumento de 273 mm en igual período del año anterior).

Este resultado global oculta, sin embargo, importantes fluctuaciones a lo largo del año en el comportamiento de estas rúbricas. A lo largo del año se han producido intensos trasvases entre este tipo de instrumentos bancarios a corto plazo («swaps» y pasivos en pesetas de no residentes) y deuda pública, fundamentalmente en función de las expectativas dominantes en cada momento acerca de la evolución futura de los tipos de interés y del tipo de cambio de la peseta.

En cuanto a las salidas de capital el aspecto más destacable, a lo largo de 1991, ha sido el aumento re-

gistrado en los flujos de inversión española en el exterior, que llegaron a alcanzar un importe de 271 mm en la parte transcurrida del año (171 mm en igual período de 1990).

La mayor parte de esta inversión, 212 mm, se materializó en forma de inversión directa, lo que indica el escaso impacto de las medidas liberalizadoras introducidas a principios de año, dirigidas a eliminar totalmente las restricciones vigentes sobre la inversión de cartera en el exterior. El carácter marginal de estas restricciones y los todavía elevados diferenciales de tipos de interés mantenidos por la peseta, frente a otras divisas, condicionaron este resultado.

Asimismo, el impacto de la liberalización a partir del mes de abril de la apertura de cuentas en divisas por residentes en bancos establecidos en España ha sido, hasta el momento, relativamente moderado. Esta partida alcanzó un valor de 75 mm en el período enero-septiembre de 1991, frente a los 114 mm alcanzados en igual período del año anterior.

7. EVOLUCION MONETARIA Y FINANCIERA

Durante el tercer trimestre del año prosiguió la moderación de los ritmos de expansión de los principales agregados monetarios y crediticios, iniciada en el mes de abril. La variable ALP creció en torno al 10 %, expansión ligeramente inferior a la registrada por el crédito interno a empresas y familias, que alcanzó el 11 %. Incorporando a ambas magnitudes los pagarés de empresa, los agregados resultantes mostraron, en cada caso, tasas muy similares en este trimestre. En relación con las tasas registradas en 1990, el crecimiento en el conjunto del segundo y tercer trimestres de 1991 resulta 5,5 puntos menor en el caso de ALP ampliado con pagarés de empresa y 4,5 puntos también menor para la financiación concedida al sector privado, incluyendo, asimismo, los pagarés de empresa.

Desde mediados de junio, la peseta se ha mantenido en una posición más holgada dentro del mecanismo de cambio del SME, abandonando la situación de proximidad al límite máximo de apreciación que caracterizó su evolución en el trimestre anterior. No obstante, ha permanecido como la moneda más fuerte del sistema. El Banco de España apenas hubo de intervenir en los mercados de divisas, a diferencia de lo ocurrido en el trimestre precedente, en el que el sostenimiento de la peseta dentro de sus márgenes de fluctuación requirió compras de divisas muy elevadas.

A lo largo del tercer trimestre, las expectativas sobre el curso futuro de los tipos de interés en los

mercados monetarios y de deuda pública registraron importantes oscilaciones. Así, en julio y agosto, fue debilitándose el descuento que los mercados habían venido realizando sobre sucesivos descensos durante el primer semestre. Dos tipos de factores incidieron en este proceso; las crecientes dificultades con las que fue encontrándose el Tesoro para financiarse en los mercados de deuda, tras haber reducido entre dos y tres puntos los tipos de emisión de sus instrumentos a lo largo del primer semestre, y la permanencia del tipo básico de intervención del Banco de España en el mismo nivel fijado en mayo, mostrando así el deseo de las autoridades monetarias de mantener el tono restrictivo de la política monetaria, en ausencia de mejoras en las expectativas de inflación y de presiones apreciatorias sobre la peseta en los mercados de cambios.

Sin embargo, la aparición en septiembre de rumores sobre la entrada de la peseta en la banda estrecha del SME en un futuro cercano y el anuncio de liberalización de los movimientos de capital antes de finalizar el año suscitaban nuevas expectativas bajistas en los tipos de interés. El Banco de España no consideró prudente acompañar este movimiento sino que, por el contrario, impartió señales que denotaban su deseo de mantener un tono de firmeza en las condiciones financieras internas.

Esta postura se sustentaba en varias razones de distinta índole. En primer lugar, el descenso de los tipos nominales de interés en España a lo largo del primer semestre de 1991, forzado en cierta medida por la fortaleza de la peseta, no había discurrido en paralelo con una mejora de la tasa de inflación, resultando de ello una caída muy acusada en los tipos reales, medidos por la inflación pasada. La mayoría de países comunitarios integrados en el mecanismo de cambios del SME han registrado también una tendencia descendente en sus tipos reales, pero de menor magnitud; incluso en el Reino Unido, la caída de los tipos nominales había sido más moderada que el descenso en el ritmo de crecimiento de los precios. La convergencia que, en consecuencia, se estaba produciendo entre los tipos nominales españoles y comunitarios no era coherente con las diferentes situaciones inflacionistas existentes.

En segundo lugar, el aumento del déficit público y las dificultades que, dada su estructura, se plantean para su corrección en un futuro cercano, requiere una acción compensadora por parte de la política monetaria con el fin de impedir una expansión excesiva de la demanda nacional.

En tercer lugar, la elevación de la imposición indirecta y de los impuestos especiales que contempla el proyecto de presupuestos para el año próximo hace preciso que su entrada en vigor se produzca en un clima de restricción monetaria que evite la acomoda-

ción del riesgo inflacionista que conlleva, de manera que no se produzca un deterioro en las expectativas sobre el crecimiento futuro de los precios.

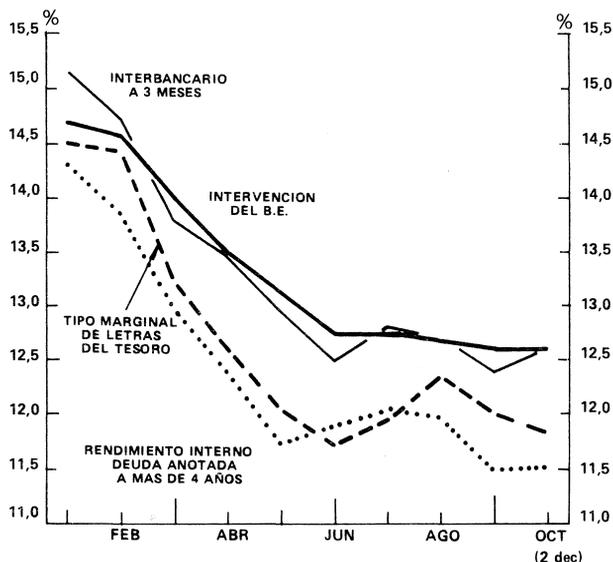
Finalmente, un análisis cuidadoso de la evolución de los agregados monetarios y crediticios en los últimos seis meses aconsejaba una interpretación muy cautelosa de la desaceleración que habían registrado en dicho período.

El crecimiento de los agregados monetarios experimentó, en efecto, una notable desaceleración en el segundo y tercer trimestres; sin embargo, ésta no fue suficiente para compensar la expansión que registraron en los tres primeros meses del año, tras la supresión de las limitaciones al crecimiento del crédito bancario al sector privado, de manera que su evolución discurriera dentro de los márgenes de crecimiento establecidos al comienzo del año. En consecuencia, las tasas de avance entre enero y septiembre de los ALP (11,7 %) y del agregado más amplio constituido por esta magnitud más los pagarés de empresa (12 %) superaban en 0,7 y 2,5 puntos porcentuales, respectivamente, el límite superior de la banda de objetivos.

Es de destacar la notable actividad que el mercado de pagarés de empresa siguió mostrando en el tercer trimestre, con unas colocaciones netas en el sector privado estimadas en unos 100 mm, lo que sitúa el crecimiento de estos activos en las carteras del público en 320 mm, desde el comienzo del año. No obstante, en septiembre parece haberse producido un cierto estancamiento en la evolución de este instrumento y un desplazamiento hacia otros activos de familias y empresas incluidos en ALP, que han contribuido a la aceleración del crecimiento de este agregado. La existencia a lo largo de 1991 de una amplia brecha entre los tipos de los depósitos interbancarios y del mercado secundario de deuda pública, que se sitúa en la actualidad en torno a un punto (véase gráfico 9), ha mantenido muy viva la demanda de estos activos, que ofrecen por lo general rentabilidades próximas a las del mercado interbancario. Esta circunstancia ha sido aprovechada por las empresas para obtener financiación emitiendo pagarés, ya que, pese a no existir ninguna restricción al crecimiento del crédito bancario, su coste ha rebasado, por término medio, entre 1,5 y 1,25 puntos el de los pagarés, en el caso del crédito preferencial, y entre 3 y 4 puntos en el caso de los créditos ordinarios.

Una valoración más ajustada de la evolución de los agregados monetarios en los seis últimos meses requiere, además, la consideración de un fenómeno financiero de reciente aparición en España, asociado a la rápida expansión que están registrando los fondos de inversión. Estas sociedades no se consideran intermediarios financieros sino que forman parte del sector de familias y empresas. Por tanto, los activos

9. Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

líquidos de sus carteras forman parte de los agregados monetarios en tanto que sus pasivos —mantenidos por el público— no forman parte de estos agregados. Esta sectorización de los fondos obedece a su consideración como instituciones «transparentes», esto es, se entiende que sus pasivos líquidos —las participaciones— se encuentran recogidos en las medidas de liquidez de un modo indirecto a través de sus activos líquidos, como modo de garantizar la rápida transformación en medios de pago de las participaciones que ofrecen. Sin embargo, al tiempo que el volumen de participaciones en dichos fondos parece haber aumentado de modo importante a lo largo de 1991, las primeras estimaciones apuntan a que dicho aumento no se ha visto acompañado de una expansión equivalente de sus activos líquidos, por lo que los agregados actuales —ALP y ALP más pagarés de empresa— podrían estar minusvalorando la evolución efectiva de la liquidez de la economía. Esto supondría que los fondos de inversión estarían realizando, en realidad, una labor de intermediación en los mercados financieros, modificando las condiciones de los instrumentos incluidos en su activo, en cuanto a plazo y grado de liquidez, en relación a las facilitadas a sus pasivos. La información incompleta y retrasada de la que hasta ahora se dispone sobre la evolución de estos fondos así como acerca de la estructura de sus carteras impiden, de momento, realizar una valoración ajustada sobre la repercusión de este fenómeno sobre los agregados monetarios, pero constituye, sin duda, un aspecto a tener en cuenta en cualquier análisis monetario a partir de 1991.

La evolución de ALP en el tercer trimestre estuvo basada en ritmos de crecimiento moderados de los

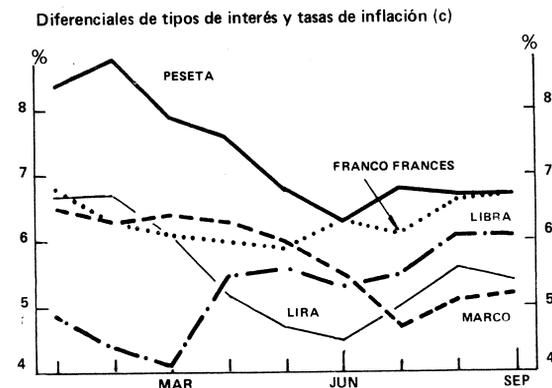
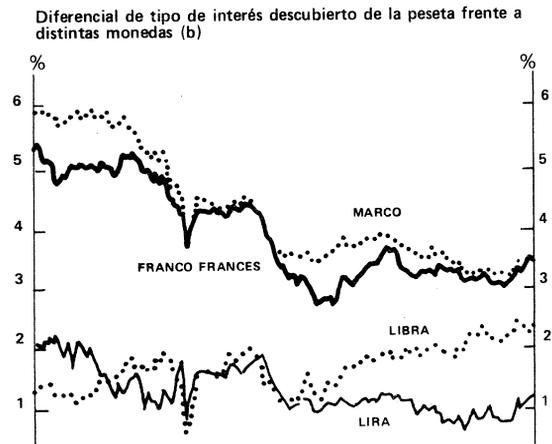
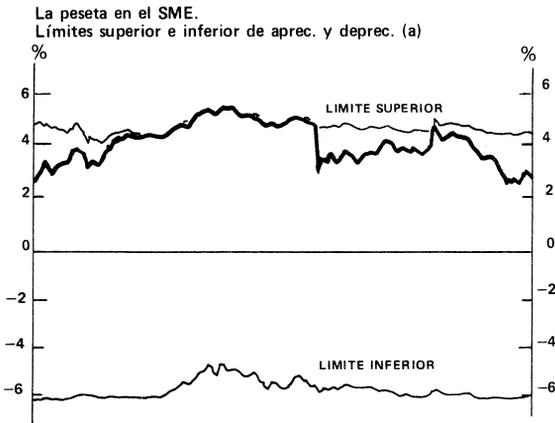
depósitos y de los restantes activos líquidos sujetos al cumplimiento de coeficientes obligatorios de la banca privada y las cajas de ahorro (9,2 %, frente a 17,5 % en el primer semestre) y en una expansión significativa de la parte no computable. Dentro de ésta, destaca el fuerte crecimiento de los valores públicos a corto plazo y cesiones temporales en las carteras del público, tras las elevaciones de sus tipos de interés en julio y en agosto y el nuevo brote de las expectativas de descensos en los tipos de interés en septiembre. Así, frente a una disminución de 711 mm en el saldo de valores públicos en ALP en el segundo trimestre del año, éstos han crecido 97 mm en el período julio-septiembre. Dentro de ellos, resalta el aumento registrado en las letras del Tesoro en manos del público, casi 600 mm, frente a una caída de 840 mm en el trimestre anterior, mientras que las cesiones de deuda a medio y largo plazo y los pagarés del Tesoro se redujeron en unos 240 mm, en ambos casos. Respecto al resto de ALP no computables en el denominador de los coeficientes, el efectivo mantuvo su elevado ritmo de crecimiento, con una tasa de expansión en el trimestre del 16 %, que situó la tasa acumulada en 1991 en el 22 %, y el saldo de los pasivos por operaciones de seguros de las cajas de ahorro prosiguió su tendencia descendente (25 mm en el trimestre).

Los agregados más estrechos experimentaron una fuerte desaceleración en el tercer trimestre, que fue más acusada en las magnitudes más reducidas. Así, M1 y M2 crecieron tan sólo un 0,6 % y un 2,8 %, respectivamente, mientras que la expansión de M3 fue del 10,5 %.

La financiación concedida a las empresas y familias por el sistema crediticio constituyó la principal fuente de expansión de ALP entre julio y septiembre. Su ritmo de crecimiento del 11 %, similar al experimentado por el agregado crediticio que incluye, además, los pagarés de empresa, situó la tasa anualizada de los nueve meses transcurridos del año en el 14 %. Esta tasa está fuertemente determinada por el elevado ritmo de crecimiento en enero, 32 %, tras el levantamiento de las restricciones crediticias. Prescindiendo de este mes, la tasa acumulada en el período febrero-septiembre se reduce hasta el 12 %. Sin embargo, es preciso señalar que la supresión desde abril del depósito obligatorio del 30 % sobre el endeudamiento exterior del sector privado ha impulsado la toma de créditos directos en los mercados internacionales, habiendo aportado unos recursos netos de 217 mm en el segundo trimestre y 260 mm en el tercero. Incorporando estos flujos financieros al crédito interno más los pagarés de empresa, su tasa de crecimiento alcanza el 15,3 % en los nueve primeros meses del año y el 13 % entre febrero y septiembre.

La reducción de los tipos de interés interiores en el primer semestre, más acusada que la experimen-

10. Tipos de cambio de la peseta y tipos de interés



Fuente: Banco de España.

- El límite superior (inferior) se mide frente a la moneda más débil (fuerte) del Sistema. La línea gruesa representa el porcentaje de apreciación o depreciación de la peseta frente al marco alemán respecto al tipo de cambio central (65 PTA/DM).
- Calculados sobre los tipos nominales del mercado interbancario de depósitos a tres meses en Londres.
- Diferencia entre los tipos de interés nominales a tres meses del mercado interbancario y las tasas de variación de los índices de precios al consumo en los últimos doce meses. Fuente para los índices de precios: OCDE «MAIN ECONOMIC INDICATORS» e INE.

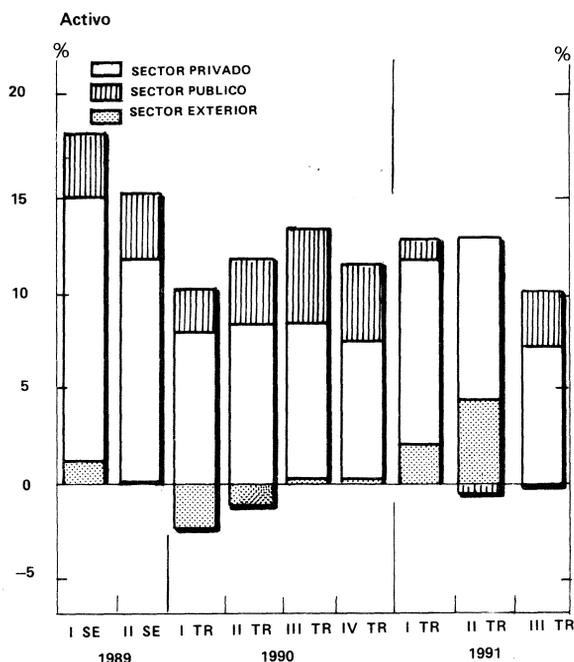
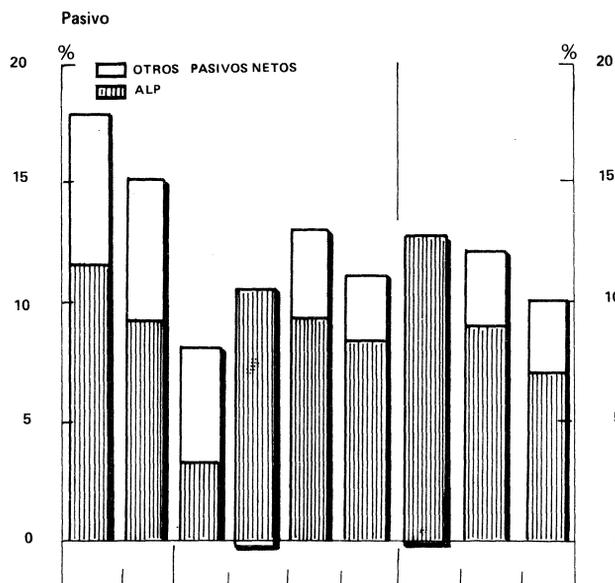
tada en promedio en el conjunto de países desarrollados, que determinó un estrechamiento cercano a los dos puntos porcentuales del diferencial descubierto, tomando como referencia los tipos del mercado interbancario para operaciones a tres meses, contribuyó a disminuir la tendencia apreciatoria de la peseta a lo largo del tercer trimestre. Esta tendencia se vio reforzada en septiembre ante los rumores de un posible estrechamiento de la banda de fluctuación de la peseta y el anuncio de una completa liberalización de los movimientos de capital antes de finalizar el año. Esta situación, en la que se conjugaban una menor rentabilidad relativa de los activos denominados en pesetas y unas expectativas más inciertas sobre el valor futuro de la peseta se reflejó en una reducción de la posición corta vencida de las entidades delegadas, por unos 1.200 millones de dólares, y en una cancelación neta de depósitos en pesetas convertibles de casi 200 mm.

Sin embargo, el incremento que se produjo en los créditos directos tomados en el exterior por el sector privado, el flujo de inversiones directas de no residentes y la mejora en los ingresos por turismo compensaron sobradamente el déficit comercial y la cancelación de pasivos exteriores del sistema bancario, de forma que se registró un incremento neto en las reservas centrales en torno a los 1.500 millones de dólares. Con todo, el conjunto de activos netos del sistema crediticio tuvo una aportación neutra en la generación de ALP del trimestre, al realizar su medición en términos de medias mensuales desestacionalizadas (véase gráfico 11).

Pese al nuevo clima en que se desenvuelven los mercados de la peseta, la adquisición de deuda pública por no residentes registró un aumento neto de 170 mm a lo largo del tercer trimestre. Aunque este aumento fue más moderado que el relativo al segundo y primer trimestres (313 mm y 850 mm, respectivamente), señala el carácter permanente de este tipo de inversión, siempre que las condiciones relativas actuales de la economía española respecto a los restantes países europeos no se deterioren.

Esta aportación de fondos del exterior ha determinado que el crédito interno concedido a las Administraciones Públicas haya registrado aumentos muy moderados, 1,8 % en el tercer trimestre del año y 1,5 % entre enero y septiembre, que no reflejan la magnitud de sus necesidades de financiación, que se situaron, hasta el mes de septiembre, un 32 % por encima de las registradas en el mismo período del año anterior. Añadiendo al crédito interno las tenencias de deuda de no residentes, la tasa de crecimiento de este agregado crediticio se elevaría al 13,2 % en los nueve primeros meses del año, y estaría, por tanto, en línea con la registrada en el año 1990, en el que el crecimiento acumulado ascendió al 14,4 %.

11. 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.

El tono de la política monetaria instrumentada por el Banco de España se mantuvo constante a lo largo del trimestre, realizándose ligeros ajustes en los tipos de interés de forma puntual para encauzar la formación de las expectativas y prestando especial atención a la evolución del tipo de cambio.

El tipo de intervención básico, el marginal de la subasta decenal de certificados, tan sólo se modificó a mediados del mes de agosto, cuando los acontecimientos políticos de la Unión Soviética y sus previsibles efectos negativos sobre los mercados cambiarios y la Bolsa aconsejaron ofrecer una señal tranquilizadora a los mercados financieros. La modificación realizada consistió en un descenso de 0,15 puntos porcentuales, estando situado desde entonces en el 12,60 %. Al mismo tiempo, el Banco de España pasó a realizar sus intervenciones diarias de inyección de liquidez contra certificados al 12,55 % y al 12,15 % contra deuda pública, lo que suponía una décima y tres décimas menos, respectivamente, que los tipos anteriormente fijados.

Posteriormente, la reaparición a finales de septiembre de unas expectativas bajistas de tipos de interés que se juzgaban sin fundamento suficiente y que acentuaron la pérdida de fortaleza de la peseta, llevaron al Banco a ofrecer una señal de mantenimiento del grado de restricción monetaria, elevando, en dos ocasiones —el 27 de septiembre y el 4 de octubre—, en 5 puntos básicos los niveles de la intervención diaria. A finales de octubre se redujo, sin embargo, en 5 puntos básicos el tipo de intervención diaria con deuda, ante la rápida tendencia a la apreciación que registraba la peseta.

Los tipos de interés de los depósitos interbancarios han reflejado la continua variación de las expectativas, de forma que a lo largo de este trimestre ha ido cambiando la pendiente de la curva de rendimientos, si bien, en términos de períodos equivalentes a un año, ha mantenido siempre un signo negativo. Las elevaciones en los tipos de intervención diarias realizadas a finales de septiembre y primeros de octubre han provocado un aumento de los tipos a plazos más largos, reduciéndose la pendiente de la curva de rendimientos.

La transmisión de los descensos registrados en los tipos de interés de los mercados monetarios a lo largo de 1991 hacia el tipo de interés de las operaciones activas de las entidades crediticias ha sido débil. Mientras que en el período enero-septiembre el tipo de intervención del Banco se redujo 2,1 puntos y los depósitos interbancarios a un año lo hicieron en 3,1 puntos, el tipo de interés del crédito preferencial tan sólo se redujo 1,1 puntos en la banca privada y 0,6 puntos en las cajas de ahorro. Los tipos de interés de los créditos de uno a tres años han registrado disminuciones más significativas: 1,5 puntos en la

banca y 1,7 puntos en las cajas de ahorro, en el período enero-agosto. Tampoco los tipos de las operaciones pasivas han experimentado grandes descensos: 1,3 y 0,3 puntos las cuentas corrientes en banca y cajas de ahorro, respectivamente, y 0,8 puntos los depósitos entre seis meses y un año en ambas instituciones.

En los mercados de valores privados se observó, en los meses de julio y agosto (último mes con información completa), una cierta expansión de la oferta neta, tanto de renta fija privada como de renta variable, que representó, en conjunto, un crecimiento de 183 mm respecto del mismo período del año anterior. Las emisiones de renta fija alcanzaron los 56 mm, mientras que en la renta variable la expansión fue mayor (287 mm).

Sin embargo, el comportamiento de los distintos sectores fue muy dispar. Mientras que las empresas no financieras tomaron fondos por volúmenes similares en renta fija (50 mm) y en renta variable (43 mm) en los dos meses, las instituciones financieras prefirieron captar recursos permanentes (244 mm) frente a una amortización neta en renta fija (-1 mm).

Respecto al mercado secundario, la nota más destacable del trimestre fue la caída momentánea de las cotizaciones y el fuerte incremento en el volumen de contratación a partir del 19 de agosto, como consecuencia de los intentos involucionistas en la Unión Soviética, y la rápida recuperación de los precios en los días siguientes. El índice general de la Bolsa de Madrid se mantuvo en la banda del 265-275 durante el tercer trimestre de 1991. La negociación de acciones en las bolsas aumentó un 10 % (953 mm) en julio y agosto de 1991 respecto los mismos meses del año anterior.

Dentro del clima de tranquilidad en el que evolucionó el tipo de cambio de la peseta a lo largo del tercer trimestre dos episodios contrapuestos merecen especial mención. Por un lado, los sucesos políti-

cos de la Unión Soviética produjeron a mediados de agosto un nuevo movimiento apreciatorio de la peseta como reflejo de la debilidad que paralelamente registró el marco, dada la especial repercusión que esta crisis tenía para Alemania. La rápida resolución de este acontecimiento permitió la normalización de los mercados financieros internacionales y el retorno de nuestra moneda a sus posiciones anteriores.

En septiembre, por el contrario, se advirtió una tendencia a la depreciación de la peseta en el seno del SME, movimiento que cabe atribuir tanto a elementos externos a la economía española como internos. Entre los primeros cabe señalar la fortaleza que experimentó el marco frente al dólar. Ello fue consecuencia, por un lado, del descenso de los tipos de interés decididos por la Reserva Federal ante el retraso y la debilidad de la recuperación de la economía americana. Por otro lado, el marco alemán, si bien ha seguido estando influido por un cierto grado de incertidumbre sobre la evolución de los desequilibrios de la economía germana, se ha visto beneficiado por la credibilidad de la política antiinflacionista llevada a cabo por el Gobierno en forma de elevación de los tipos impositivos, estrechamiento de la banda de los objetivos monetarios y ascensos en los tipos de interés. El nivel de éstos, que era similar al de los americanos en el segundo semestre del pasado año, muestra ahora un diferencial positivo, favorable al marco, de 3,5 puntos. Todo ello ha inducido una depreciación del dólar frente al marco entre junio y septiembre del 4,9 %.

Entre las causas de naturaleza interna que impulsaron a la baja el valor de la peseta destacan las expectativas bajistas de los tipos de interés atribuibles al conjunto de factores de diversa índole anteriormente comentados. Este movimiento depreciatorio fue detenido por el Banco de España mediante la intervención en los mercados de divisas, aunque en cantidades no muy importantes, y, sobre todo, ofreciendo al mercado una señal de continuidad en el tono estricto de la política monetaria, mediante el

7. Agregados monetarios y crediticios (a)

	DIC 90/DIC 89	1990			1991			SEP 91/DIC 90
		I SE	II SE	I TR	II TR	III TR		
ALP	11,3	11,5	11,2	16,8	8,5	9,9	11,7	
ALP + pagarés de empresa	15,5	16,6	14,4	16,6	9,4	10,3	12,0	
Crédito interno total	11,4	11,5	10,8	12,2	10,5	9,3	10,7	
Administraciones Públicas	14,4	11,1	16,2	-11,5	15,9	1,8	1,5	
Empresas y familias	10,2	11,6	8,7	22,8	8,6	10,9	13,9	
Empresas y familias + pagarés de empresa	14,9	18,0	12,2	21,8	9,9	10,9	14,0	

Fuente: Banco de España.

(a) Crecimiento acumulado anual y tasas T1,6 y T1,3.

mantenimiento del tipo básico de intervención y el aumento de los tipos fijados en las operaciones diarias.

Comparando las medias mensuales de junio y septiembre, la peseta se apreció en este trimestre un 4,3 % frente al dólar y un 0,6 % frente al yen, mientras que se depreció un 0,6 % y un 0,4 % frente al marco y el conjunto de los países de la CEE, respectivamente. En octubre el tipo de cambio de la peseta fue fortaleciéndose nuevamente, apreciándose a lo largo del mes un 0,6 %, tanto frente al marco como frente al conjunto de monedas comunitarias.

30-X-1991.

El mercado a plazo de la peseta y el seguro de cambio

Este artículo ha sido elaborado por Miguel Navascués Guillot y Sofía Galmés Belmonte, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

El objeto de este trabajo es estudiar la evolución del mercado a plazo de la peseta como instrumento de cobertura ante el riesgo de cambio, analizando en qué medida las empresas residentes en España han hecho uso de este instrumento para eludir el riesgo de cambio en sus transacciones exteriores y en qué medida, también, dicho recurso ha sido sensible a circunstancias tales como los cambios de la legislación sobre la materia o la evolución del tipo de cambio de la peseta.

Dado su objetivo, el trabajo se centra en un solo segmento del mercado a plazo, definido por las operaciones a plazo de divisas contra pesetas que realiza la clientela residente con las entidades bancarias (1). Se excluye así toda consideración del mercado interbancario y del mercado de operaciones de las entidades bancarias con no residentes, que responden a otro tipo de motivaciones. Hasta la fecha de hoy (2), y por exigencia legal, las operaciones a plazo de los residentes sólo pueden estar motivadas por cobertura de una transacción de balanza de pagos. En otras palabras, las operaciones a plazo de residentes en el período analizado son, exclusivamente, operaciones de «seguro de cambio».

Este grado de precisión sectorial es posible gracias a la existencia de unos datos estadísticos sobre las operaciones a plazo en divisas, recabados y procesados por el Departamento de Extranjero del Banco de España, con un alto nivel de desagregación que distingue, entre otros detalles, si los sujetos intervinientes son residentes o no, y si son o no bancos. Ello permite, después de una considerable labor de síntesis y depuración de los datos, reconstruir series relativamente largas de los saldos vivos y del volumen de operaciones realizadas por las entidades bancarias con los residentes no bancarios, que, como ya se ha comentado, sólo podían acudir a este mercado con el exclusivo fin de cubrirse del riesgo de cambio.

(1) Para otros aspectos, sobre todo estadísticos, del mercado a plazo, véase Abad (1986).

(2) Actualmente, a partir de la circular 1/1991, se empieza a introducir cierta flexibilidad en la operatoria a plazo, lo cual, junto a la liberalización de las cuentas en divisas (OM de 16 de abril 1991), introduce una vía hacia la especulación de los residentes.

La posibilidad de disponer de los datos se debe, en gran parte, a la legislación mencionada. Una legislación tan estricta, que cegaba cualquier posible vía a la especulación, y que compartimentaba rígidamente el mercado según el sujeto interviniente (1), exigía, para poder seguir su cumplimiento, una información estadística con la suficiente desagregación. Por otro lado, a medida que se han liberalizado las operaciones exteriores, hay cada vez menos motivos para mantener un sistema tan costoso de información, con lo cual hay una tendencia a que estos datos vayan desapareciendo con el tiempo. Es más, su existencia tiene un cierto carácter extraordinario, como lo prueba el hecho que en ningún otro país de nuestro entorno se hayan encontrado datos similares que permitieran un análisis comparativo.

El período estudiado corresponde a los más de 20 años transcurridos desde 1968 (fecha cercana a la liberalización de la economía española, y la más antigua para la que se dispone de datos). Un período tan largo presenta problemas de homogeneidad de las series, pues ha obligado a estimaciones, no del todo satisfactorias, de algunos tramos con deficiencias en la disponibilidad de los datos; pero parece interesante, de todos modos, estudiar en su conjunto un intervalo que se inicia con la apertura de la economía española al exterior y finaliza con los primeros pasos de la integración europea, y durante el cual España ha mantenido una misma estructura básica de control de cambios. Durante ese tiempo, además, se han producido hechos tan significativos como la crisis del sistema de tipos de cambio fijos (1974), las fuertes fluctuaciones cambiarias de los años 70 y 80, y la creación del Sistema Monetario Europeo en 1979, que vino a sustituir a la serpiente monetaria europea. Estos hechos han podido tener una repercusión en las expectativas y en el grado de incertidumbre de los agentes y, por tanto, en el posible recurso al mercado a plazo como instrumento de cobertura. Por otro lado, el período elegido presenta una cierta homogeneidad, derivada de la restricción legal, ya comentada, de que toda operación a plazo se correspondiera con la cobertura de una transacción de balanza de pagos. A partir de la circular del BE 1/1991, anteriormente citada, se sientan las bases para que todos los sujetos intervinientes puedan tomar, a partir de ahora, posiciones de riesgo.

2. EVOLUCION DEL MARCO LEGAL

El mercado a plazo empieza a ser regulado poco después del comienzo de la liberalización de la

economía española, con la circular 203 del Instituto Español de Moneda Extranjera (IEME), de 21 de julio de 1961 (1), que establecía la posibilidad de cobertura de riesgo cambiario para los residentes, mediante la compra y venta de divisas contra pesetas, en sus «transacciones comerciales de importación y exportación, ambas debidamente autorizadas por su correspondiente declaración o licencia». Además, el período máximo que podía cubrirse con una operación era de 180 días.

En definitiva, la primera norma reguladora del mercado a plazo era considerablemente restrictiva, pues no permitía la cobertura de otras operaciones de balanza de pagos que las transacciones sobre mercancías, limitaba el plazo de vencimiento a seis meses y sólo contemplaba la cobertura individualizada de transacción en transacción, impidiendo una mínima agilidad en la gestión del riesgo de cambio. Hay que decir que, en aquellas fechas, España mantenía un régimen de cambios fijos (pero ajustables) que, en teoría, reducía el riesgo de cambio a periódicos ajustes de las paridades (véanse gráficos 1 y 2). Dada la tradicional debilidad intrínseca de la peseta, que auguraba en todo caso modificaciones a la baja del tipo de cambio oficial de la peseta, se producía en realidad una necesidad mayor de cobertura por parte de los importadores (que en caso de pago cifrado en divisas corrían el riesgo de que una devaluación incrementara la factura en pesetas) que de los exportadores (que, en cualquier caso, se beneficiarían de una eventual devaluación). Por otro lado, esta asimetría se añadía al crónico desequilibrio entre importaciones y exportaciones, por lo cual en el mercado a plazo tendían a reproducirse las fuerzas depreciadoras sobre el tipo de cambio.

Esta regulación se mantuvo hasta 1977. Es decir, la circular 203 estuvo en vigor durante un período (el que va desde 1971 a 1977) en que ya no se daba la estabilidad cambiaria anterior, pues, como se recordará, la crisis del sistema internacional de pagos de principios de los setenta llevó, después de sucesivos reajustes de las paridades de las principales monedas, a la flotación generalizada de los cambios desde 1974. Además, la circular no permitía más que la cobertura de una parte de las transacciones exteriores y ello a pesar del auge en aquellos años de

(1) Para un análisis de la legislación, véanse Alvarez Pastor y Eguídazu (1990) y Alvarez (1988).

(1) Obsérvese que, desde esas fechas, la regulación del mercado a plazo queda asignada a la autoridad monetaria. Esta asignación es corroborada más tarde con motivo de la extinción del IEME, en el Decreto-Ley 6/1973, mediante el cual el Banco de España recibe, entre otras, las funciones de carácter operativo y la regulación de actos que pudieran incidir en el desarrollo de la política monetaria (véase Alvarez, 1988).

algunos epígrafes de la balanza de pagos española, especialmente el turístico.

En 1977 la circular 203 fue sustituida por la circular 7-DE, del Departamento de Extranjero. En relación a la operativa a plazo de los residentes, la principal novedad consistió en ampliar el campo de cobertura a cualquier tipo de ingreso de balanza de pagos (es decir, ingresos tanto por cuenta corriente como de capital, siempre que estos últimos tuvieran la debida autorización). Sin embargo, no se consideró conveniente extender esta posibilidad a los pagos, manteniendo la autorización de cobertura tan sólo para las importaciones de mercancías. Tampoco fue ampliado el período máximo de vigencia operativa, cifrado en 6 meses, aunque se abrió la puerta a la renovación automática de la cobertura para transacciones con aplazamiento de cobro o pago superior.

Las sucesivas circulares que desde entonces hasta 1991 (1) fueron sucediéndose en la regulación del mercado a plazo de la peseta mantuvieron un sesgo conservador en lo referente a la operativa con los residentes, mientras que por el lado de la operativa interbancaria y de los no residentes fueron más flexibles y permisivas, al menos en la segunda parte de los 80. En la cobertura del riesgo de cambio de los residentes no financieros se podrían destacar, como elementos de flexibilización, de alcance muy modesto:

- La circular 10-DE, de 1979, flexibilizó los requisitos, amplió los plazos a 12 meses y trató de adecuar parcialmente los contratos a las incidencias de la transacción objeto de la cobertura.
- Las circulares 13-DE, de 1980, y 4/1981 introdujeron algunas mejoras graduales en cuanto a requisitos y adaptación de los contratos a los cambios en la transacción.
- La circular 18/1985 amplió el campo de la cobertura de los pagos a los de invisibles por cuenta corriente y también a los pagos de amortización e intereses de préstamos del exterior, con calendario de devolución aprobado por el Banco de España.
- La circular 27/1987 introdujo la posibilidad de cobertura total por cualquier concepto de balanza de pagos y eliminó el plazo máximo de vencimiento de 12 meses.
- Finalmente, la reciente circular 1/1991 inaugura una nueva época, en la cual el objetivo principal

(1) Circulares 10-DE (1979), 13-DE (1980), 4/1981, 18/1985, 27/1987. Véanse Álvarez Pastor y Eguidazu (1990) y Eguidazu (1978).

ya no es controlar el tipo de cambio, sino regular un mercado competitivo que se aproxime a los existentes en otros países y permita una gestión de riesgos de cambio eficaz. Un breve resumen de las novedades que aportó esta circular al mercado a plazo, incluiría las siguientes: permite la rectificación de los contratos a plazo a conveniencia del cliente y sin necesidad de justificación; autoriza al cliente la apropiación del beneficio (o pérdida) resultante de una cancelación anticipada; deja la puerta abierta, además, para que los residentes puedan hacer operaciones a plazo divisa-divisa (1), operaciones que se vieron nuevamente potenciadas, a los pocos meses, mediante la OM (16-4-91), que liberalizó las cuentas en divisas de residentes siempre que fueran abiertas en bancos residentes. En definitiva, la circular 1/1991, por sí sola, supone una flexibilización enorme de la gestión cambiaria de las empresas. Además, junto con la OM citada, establece en realidad la posibilidad de la especulación en divisas para los residentes en España, y ello, entre otras cosas, redundará también en una más ágil gestión del riesgo de cambio de las empresas con relaciones exteriores.

En definitiva, hasta la circular 1/1991, en la regulación de la operatoria del mercado a plazo tuvieron prioridad las consideraciones del control de cambios y la necesidad de evitar que por esta vía se canalizaran presiones adicionales sobre el tipo de cambio de la peseta. Esto precipitó que las sucesivas liberalizaciones fueran escasas y lentas, y que los agentes tuvieran que recurrir a otras vías (2), más o menos ortodoxas, para eludir el riesgo de cambio. En cualquier caso, el resultado fue, en gran medida, el retraso en la normalización del mercado de divisas a plazo como medio de cobertura eficaz contra el riesgo de cambio.

3. LA EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO AL CONTADO Y A PLAZO

Durante los 30 años comprendidos entre 1960 y 1991, el tipo de cambio al contado de la peseta si-

(1) Ya desde 1988 el Gobierno había ido autorizando la apertura de cuentas en divisas a determinadas empresas (de exportación, de seguros ...). Véase Álvarez Pastor y Eguidazu (1990).

(2) Estas alternativas consisten en una amplia gama de combinaciones que tienden a compensar un riesgo determinado por otro. Por ejemplo, la búsqueda de financiación en divisas que se complementa con la transacción comercial, o la cobertura «natural», que consiste en importar en la misma divisa en la que se exporta... Pero la más importante y de uso creciente es cifrar las transacciones exteriores en pesetas, trasladando el riesgo de cambio al no residente destinatario de la transacción (véase cuadro 1).

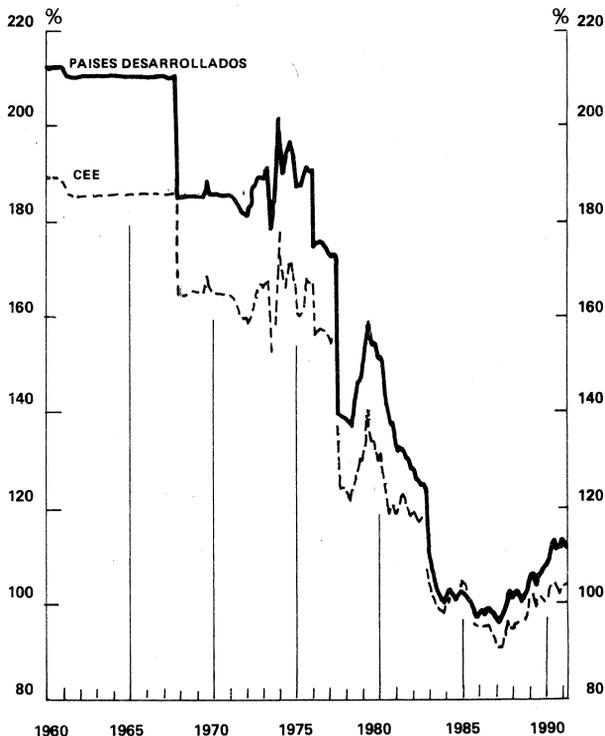
guió una evolución en la que pueden distinguirse las siguientes fases (ver gráficos 1 y 2).

- La primera, que comprende tres lustros (1959 a 1974), se caracteriza por la vinculación de la peseta al Sistema Monetario Internacional de tipos de cambio fijos, nacido en los acuerdos de Bretton Woods, y en el que se registra un importante reajuste a la baja (de 60 a 70 PTA/\$) de la paridad de la peseta en 1967, y dos reajustes al alza en 1971 y 1973 (de 70 PTA a 64 y 58 PTA).
- La segunda, desde diciembre 1974 hasta finales de los setenta, caracterizada por un régimen de cambios fluctuantes, pero en la que por diversas razones no se registran las grandes variaciones de los tipos de cambio que se produjeron posteriormente.
- La tercera, entre 1980 y 1991, en la que la peseta se vio sometida, como todas las demás divisas, a las intensas fluctuaciones que se desencadenaron, en buena parte, como resultado de los fuertes ajustes de política monetaria -y las correspon-

dientes alteraciones en el tipo de interés- en los principales países. Estas políticas y su falta de coordinación fomentó, en la primera mitad de los 80, divergencias intensas en los tipos de interés y en las expectativas de las principales monedas, provocando una apreciación del dólar sin precedentes y considerables tensiones en las divisas del SME. A partir de 1985 los países del grupo de los 7 intentaron poner en práctica una mayor coordinación, reduciéndose, en cierta medida, las diferencias de tipos de interés y las fluctuaciones cambiarias. Por su parte, las autoridades españolas siguieron, sobre todo desde la devaluación de la peseta de 1982, una política monetaria y cambiaria progresivamente convergente con la de los países comunitarios. Este proceso de convergencia se vio reforzado con el acceso de España a la CEE y, posteriormente, con la entrada de la peseta en el SME en junio de 1989.

Por lo tanto, tal y como puede verse en los gráficos 1 y 2, hay una década, entre la estabilización del 59 y la devaluación de 1967, en la que se mantuvo un tipo

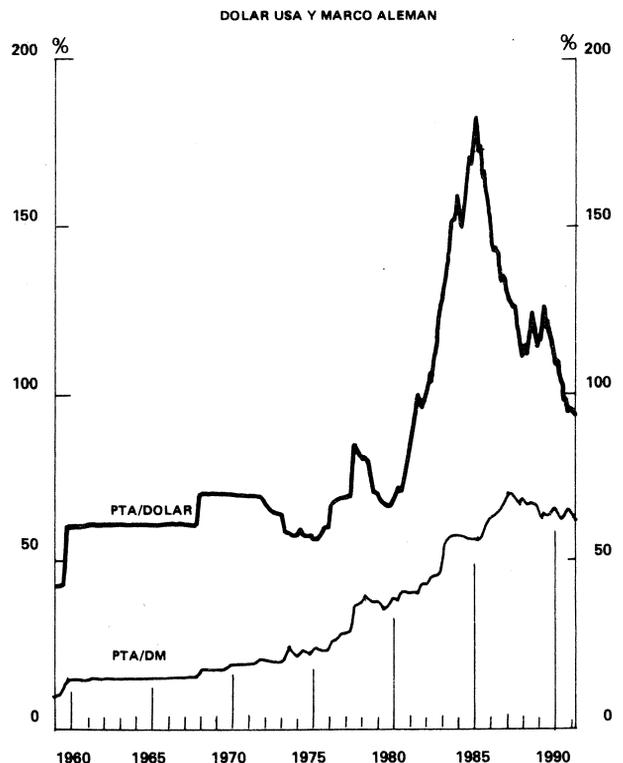
1. Índice de posición efectiva nominal de la peseta (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Índice (1985 = 100) medio ponderado del tipo de cambio de la peseta frente a países desarrollados y países de la CEE.

2. Tipo de cambio de la peseta (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Pesetas por unidad de moneda extranjera.

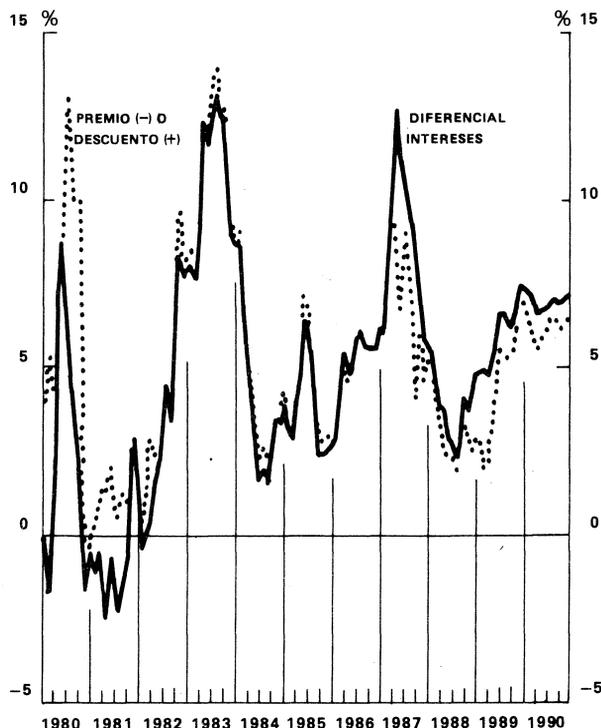
de cambio oficial de 60 PTA. Salvo reajuste de otras monedas respecto al dólar, y por vía indirecta respecto a la peseta, fue un período de gran estabilidad cambiaria que no requería la existencia de un mercado a plazo como instrumento de cobertura. A ello siguió después un período de fluctuaciones cambiarias progresivamente más amplias, que en la década de los 80 se hicieron especialmente intensas y favorecieron el uso del mercado a plazo y de otros instrumentos de cobertura. Desde mediados de la década, sin embargo, la peseta manifestó una fortaleza general, con claras expectativas al alza, reflejadas en un cambio de signo del diferencial de intereses cubierto (gráfico 3), que era negativo hasta 1986 y pasó a ser positivo a partir de entonces (1).

También se puede apreciar en el gráfico 3 que hubo dos períodos en los que se agudizó la discrepancia entre el descuento y el diferencial descubierto, indicando la existencia de fuertes tensiones en el mercado de la peseta. Uno de ellos es el que precedió a la devaluación de diciembre del 82, en el que la tónica dominante fueron las continuas presiones vendedoras sobre la peseta, y por ello se puede apreciar que el descuento porcentual sobrepasa con creces al diferencial de intereses. El segundo período de tensiones es el posterior a 1987, aunque aquí lo que se produjo fue todo lo contrario: una fuerte demanda de pesetas que obligó a las autoridades a tomar medidas diversas de control a la entrada de capitales, resultando por ello que el diferencial de intereses excede en varios puntos al descuento de la peseta. Sin embargo, obsérvese que desde finales de 1989, con la entrada en el SME, parecieron remitir un poco las expectativas alcistas de la peseta, pues la brecha entre el diferencial y el descuento se redujo apreciablemente.

Como confirmación de esta evolución de las expectativas, cabe destacar, por último, la generalización del uso (y de la aceptación) de la peseta como divisa en las transacciones exteriores de los últimos años (véase cuadro 1-A), en los que el crecimiento de ingresos y pagos cifrados en pesetas es espectacular. Estas cifras denotan varios fenómenos con-

(1) Como se sabe, el que el diferencial de interés cubierto sea distinto de cero se debe, generalmente, a la existencia de controles de cambio que impiden los arbitrajes cubiertos entre divisas que podrían beneficiarse de esta diferencia. Puede decirse que entre 1968 y 1985, aproximadamente, los controles sobre movimientos de capital impedían, principalmente, los arbitrajes desde la peseta hacia otras divisas, mientras que desde 1985 se invierten las expectativas y los controles, por tanto, tienden a impedir los arbitrajes de sentido contrario. Son, entonces, las trabas a los movimientos de capital el origen del incumplimiento de la paridad de intereses y de la diferencia (negativa hasta el 85 y positiva después) entre el diferencial de intereses y el descuento a plazo.

3. Premio (-) o descuento (+) de la peseta frente al \$ Diferencial intereses a 3 meses (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Calculado como premio (+) o descuento (-) del \$ frente a la peseta. Diferencia entre el interbancario a 3 meses y el eurodólar al mismo plazo.

vergentes que merecen, por su incidencia en el objeto de este trabajo, una breve consideración. En primer lugar, obsérvese (cuadro 1-B) que en lo correspondiente a ingresos, el mayor crecimiento de la peseta como divisa aceptada se produce en las transacciones de capital, tanto de entradas como de salidas, coincidiendo con el gran auge de las inversiones extranjeras en España y de otras entradas de capital. Hay que advertir que en este tipo de transacciones se produce una desviación al alza de las operaciones cifradas en pesetas. En efecto, una gran parte de las inversiones exteriores (p. ej., inmuebles y otras inversiones directas, inversiones en cartera y en deuda pública a corto) conllevan una aportación en divisas pero se declaran a la banca —y ésta lo registra así— en pesetas, pues antes de hacerse la inversión se procede, en un paso previo, a la apertura de un depósito en pesetas convertibles (1), que es el finalmente utilizado en el pago de la inversión.

(1) Tal como determina la circular 4/1974 de la DGTE. Por su parte, este depósito en pesetas convertibles podría ser objeto —o no— de una cobertura de riesgo (ante la eventualidad de no realización de la inversión) mediante su venta a plazo, con un vencimiento que cubriera el tránsito entre su apertura y la adquisición de la inversión.

**1. Registro de caja:
distribución por divisas y por transacciones**

	Peseta	Dólar USA	Marco	Franco	Yen	ECU
A) DISTRIBUCION PORCENTUAL POR DIVISAS						
INGRESOS						
1982	26	46	7	8	—	—
1983	26	44	8	9	—	—
1984	28	40	9	7	—	—
1985	32	41	8	7	1	1
1986	45	29	8	8	1	—
1987	52	22	8	7	1	1
1988	52	21	8	6	1	1
1989	57	17	8	6	1	2
1990	60	15	8	5	1	2
PAGOS						
1982	10	61	9	7	—	—
1983	10	59	10	8	—	—
1984	11	59	9	8	—	—
1985	11	56	10	7	2	—
1986	20	40	12	9	4	1
1987	32	29	13	9	3	1
1988	32	30	12	9	3	1
1989	37	25	12	8	2	1
1990	44	22	11	6	2	2
B) TRANSACCIONES EN PESETAS: % POR TIPO DE TRANSACCION (a)						
INGRESOS			PAGOS			
	Mercanc.	Servic.	Capit.	Mercanc.	Servic.	Capit.
1980	2	—	—	4	—	—
1981	22	—	—	4	—	—
1982	25	—	—	6	—	—
1983	25	—	—	6	—	—
1984	25	—	—	7	—	—
1985	30	28	37	8	16	12
1986	35	38	59	13	22	22
1987	40	44	64	15	29	58
1988	41	44	60	18	32	50
1989	42	41	71	21	30	61
1990	45	41	74	27	34	66

Fuente: Banco de España.

(a) Datos disponibles sólo a partir de 1985.

Por la misma razón, puede pensarse que las salidas de capital cifradas en pesetas tienen un sesgo al alza, debido a que las amortizaciones y desinversiones correspondientes a las anteriores inversiones extranjeras cifradas en pesetas también se registran en pesetas.

En cualquier caso, desde el punto de vista de las expectativas, el fenómeno reciente de las inversiones extranjeras en España denota, aparte de otras consideraciones, una gran confianza en la evolución de la peseta.

Esta confianza parece ser, también, la razón del aumento de transacciones corrientes cifradas en pesetas. En los ingresos de mercancías y servicios se registra un aumento del uso de la peseta desde niveles prácticamente nulos en 1980 a niveles cercanos o superiores al 40 % en 1990. Esto significa, desde luego, un giro radical en las expectativas sobre la peseta de los exportadores españoles, que progresivamente van cambiando sus preferencias de exportar en divisas a exportar en pesetas. Ahora bien, más difícil de explicar parece la aceptación, por parte de los compradores extranjeros, de la peseta como moneda en la que cifrar el pago de su deuda, lo cual conlleva no sólo el riesgo de devaluación —y aumento de la deuda— de su divisa de origen frente a la peseta, sino también los costes de gestión y de cobertura de tesorería implícitos en toda transacción con divisas. Tras esta actitud de los deudores comerciales extranjeros hay muchos elementos confluente que son difíciles de ponderar y ordenar. Primero, la desregulación cambiaria habida en España en estos años ha fortalecido la presencia de un mercado de la peseta en el exterior y, por tanto, ha reforzado la confianza en ella. Además, el importador de productos españoles que cifra su transacción en pesetas puede estar buscando una cobertura natural a una entrada de tesorería de sentido inverso en la misma divisa. También es posible que la exportación/importación sea entre empresas filiales de España y el extranjero, con lo que la gestión de los riesgos de cambio (que puede estar centralizada en un tercer país) responde a otras razones de las habituales. Según la moneda de que se trate, las expectativas de su tipo de cambio frente a la peseta pueden ser apreciatorias. No se puede descartar, porque ya ha sucedido en otros ámbitos, que el reciente proceso acelerado de innovación financiera, y la oferta de multitud de nuevos (y más baratos) instrumentos de cobertura y de conversión de divisas haya fomentado el crecimiento de las transacciones en pesetas.

Es fácil ver que la lista de posibles factores no se agota aquí, así como que todos ellos no sólo no se excluyen, sino que pueden muy bien reforzarse.

En cuanto a los pagos, también se ha producido un fuerte aumento de las transacciones cifradas en pesetas, aunque a niveles inferiores al de los ingresos, lo cual refuerza, de alguna manera, el argumento ya expuesto de asimetría en las expectativas (y en la percepción del riesgo de cambio) sobre la peseta: a medida que se consolidaban las expectativas de fortaleza de la peseta, más incentivos había, por parte de los residentes, para cifrar sus ventas de bienes y servicios en pesetas, pero no así sus compras. Por su parte, los proveedores no residentes han podido sentir, contra la tendencia natural a facturar en su

propia divisa, un cierto estímulo a aceptar el cobro en pesetas; pero en ellos probablemente han influido también factores similares a los ya esbozados para el caso de las exportaciones.

Finalmente, tampoco se puede olvidar la probable influencia de la progresiva concentración de nuestros intercambios exteriores con la CEE, zona con respecto a la cual la peseta ha mostrado, por razones ya mencionadas, una gran estabilidad en los últimos años.

4. EVOLUCION DEL MERCADO COMO SEGURO DE CAMBIO

Este epígrafe se ha dividido en dos partes: en la primera se analiza el comportamiento tendencial, a largo plazo, de las operaciones de cobertura, mientras que en la segunda se estudia la evolución de los años más recientes. La razón de esta separación viene impuesta por la disponibilidad de los datos. Mientras que en la última década hay datos con de-

talle del volumen de operaciones realizadas, para los años anteriores sólo se dispone de datos de los saldos vivos, sin tanto detalle y, por añadidura, con algunas lagunas en varias fechas concretas del período.

Sin embargo, mediante un sencillo cálculo se han podido reconstruir series de los años más remotos, de manera tal que, al menos en algunos aspectos, se puede estudiar la evolución del mercado de cobertura con cierta perspectiva histórica. El período 1982-1990, para el cual se dispone de información mucho más precisa, es, por su parte, objeto de un análisis más detallado.

4.1. Las series históricas

Algunos de los fenómenos apuntados en los epígrafes anteriores quedan resaltados en la evolución de las cifras disponibles sobre operaciones a plazo.

El cuadro 2 representa las series históricas más largas que se han podido reconstruir sobre el mercado

2. Mercado de divisas a plazo. Saldos medios anuales. Valor nominal y % sobre transacciones de balanza de pagos

	Total (a) (millones)		Residentes (b) (millones)		(%)/transacciones de c/c (c)		(%)/mercancías (d)	
	Ventas	Compras	Ventas	Compras	Ingresos	Pagos	Export	Import
1968	31.935	31.961	310	1.761	...	...	5,3	9,1
1969	42.930	43.062	416	2.373	1,7	8,5	6,0	10,1
1970	56.245	57.427	546	3.164	1,7	10,4	6,2	12,1
1971	64.367	65.750	624	3.623	1,7	10,9	6,3	13,3
1972	81.921	83.382	795	4.594	2,1	11,4	7,2	13,6
1973	93.090	92.305	903	5.086	1,7	9,7	6,1	11,9
1974	168.312	169.037	1.633	9.314	2,4	11,6	7,8	13,7
1975	191.454	191.235	1.857	10.537	2,6	12,3	8,2	14,7
1976	451.692	452.151	4.381	24.914	5,3	23,3	15,1	27,7
1977	517.713	519.906	5.043	28.626	4,4	21,8	8,0	26,2
1978	469.910	478.582	9.866	29.263	6,7	21,1	12,2	25,5
1979	576.160	563.990	7.881	61.173	4,7	36,3	7,6	44,9
1980	738.150	731.517	13.634	81.410	6,3	33,0	11,2	41,6
1981	707.837	711.062	16.877	83.384	7,3	25,4	13,7	35,1
1982 (e)	...	...	21.792	85.235	8,4	22,9	14,8	31,4
1983 (e)	...	...	22.585	239.903	6,9	53,4	12,8	73,3
1984 (e)	...	...	37.523	152.312	9,5	31,8	16,0	42,5
1985 (e)	...	...	53.544	185.993	13,2	36,9	21,8	42,1
1986	2.091.330	2.264.874	84.861	215.195	23,5	48,7	40,3	50,5
1987	2.229.104	2.181.805	128.516	232.010	36,0	46,3	58,7	40,1
1988	3.454.683	3.283.796	163.608	468.255	41,4	80,1	70,0	45,0
1989	6.135.048	5.816.808	175.888	495.039	40,6	73,0	59,5	44,4
1990	9.087.221	8.539.005	214.362	511.674	48,0	76,6	37,3	49,3

Fuente: Banco de España.

(a) Posición a plazo EEDD, media de los datos mensuales.

(b) Saldos medios por operaciones de cobertura de residentes no bancarios.

(c) Saldo de ventas (compras) divisas a plazo/ingresos (pagos) por cuenta corriente exceptuadas las realizadas en pesetas.

(d) Saldos de operaciones a plazo/transacciones de mercancías, exceptuadas las realizadas en pesetas.

(e) Durante estos años no hay datos disponibles por este concepto.

a plazo, aunque ello se ha logrado con la ayuda de algunos artificios que afectan a la homogeneidad de las series (1). Nótese, además, que se trata de cifras de saldos, pues no hay cifras de volumen de operaciones ni pueden ser elaboradas a partir de los saldos.

Con todo, en el cuadro se representa la evolución, desde 1968, de los saldos medios anuales del total de operaciones de las entidades bancarias en el mercado a plazo (columnas 1 y 2) y de las realizadas con su clientela residente (columnas 3 y 4), tanto en valor nominal como en relación al total de las transacciones corrientes exteriores del mismo período (columnas 5, 6, 7 y 8).

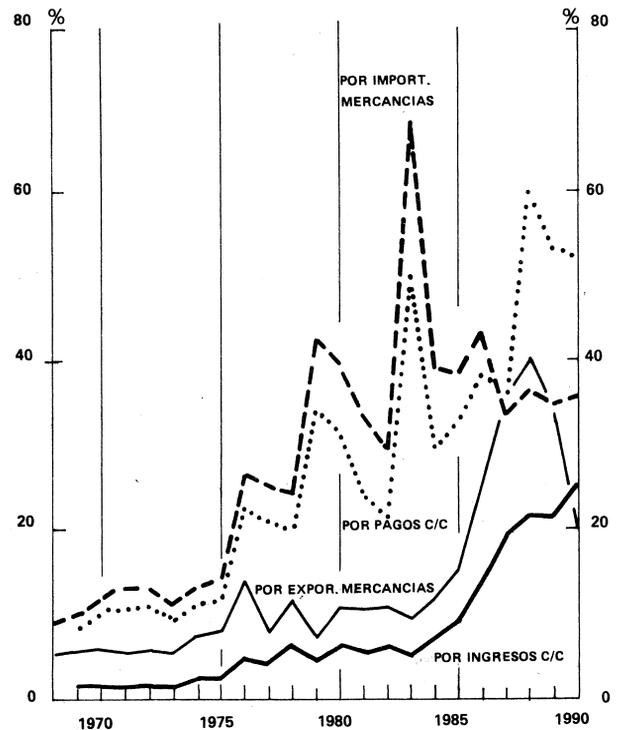
Destaca, en primer lugar, el fuerte ritmo de aumento del saldo medio anual de operaciones entre los años 1968-1976 (2). En efecto, desde unos niveles medios de actividad en 1968 muy bajos, el mercado a plazo se desarrolla a un fuerte ritmo, cifrado en una tasa media acumulativa del 39 %. De este crecimiento, hay que destacar, además, su significativa aceleración a medida que nos acercamos a los años (1971-1974), en que se inician las fuertes perturbaciones cambiarias que dan por finalizado el régimen de tipos de cambio fijos. Así, obsérvese la tasa de incremento anual en 1974 (80 %), y la de 1977 (136 %). Si relacionamos esta evolución con la del tipo de cambio de la peseta en esos años (gráficos 1 y 2), parece evidente que se manifiesta un aumento de la incertidumbre cambiaria y una paralela dinamización del mercado a plazo. Sin dejar de crecer, este dinamismo está, por otra parte, un poco más atenuado en los siguientes años, en que se registra una tasa media de crecimiento de los saldos medios del 23 %.

Por otra parte, en relación al volumen de transacciones de balanza de pagos (no efectuadas en pesetas), el nivel medio anual de saldos por operaciones de cobertura también demuestra un crecimiento importante a lo largo del tiempo, tal como se comprueba en el gráfico 4, sobre todo a partir de mediados de los años 70 y en la segunda mitad de los 80. Además, durante todo el período se observa también que la demanda de cobertura por importaciones ha sido siempre más importante, tanto en términos nominales como en términos relativos, indicando con ello, aparentemente, una diferencia en la percepción del riesgo de cambio.

(1) Para un mayor detalle de las fuentes y de los métodos estadísticos, véase Navascués y Galmés (1991).

(2) Obsérvese, en las columnas 3 y 4, la coincidencia casi total de las cifras de compras y ventas, resultado de una política de la propia banca de cobertura de riesgos y de una reglamentación vigente.

4. Saldos de operaciones a plazo por cobertura de Transacciones de balanza de pagos (a)



Fuente: véase columnas 5 a 8 del cuadro 2.

(a) Saldos vivos medios anuales divididos por el volumen de transacciones objeto de la cobertura.

Esta diferencia, sin embargo, se ve atenuada desde 1985, año en el que parece crecer intensamente la cobertura por los ingresos de balanza de pagos, mientras que por el lado de los pagos se atenúa e incluso se reducen las necesidades de cobertura. Esto está claramente relacionado con el ya comentado cambio de expectativas de una peseta débil a una fuerte, y se verá con más detalle en el apartado siguiente.

4.2. Evolución de las operaciones a plazo en los años recientes (1982-1990)

Para el período 1982-1990 se dispone no sólo de los saldos vivos, sino también de volúmenes de operaciones a plazo. Ello permite un análisis más preciso de la evolución del mercado y su utilización como instrumento de cobertura de riesgo de cambio, así como su posible sensibilidad a los cambios habidos recientemente en las expectativas sobre la peseta que se han esbozado en el epígrafe 3.

En el cuadro 3 puede verse cómo han evolucionado los ratios de cobertura de las diversas transac-

3. Grado de cobertura a través del mercado a plazo (a)

	Mercancías		Serv. y Transf.		Balanza por c/c	
	Export.	Impor.	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
1982	4,71	27,30	...	...	2,51	19,88
1983	5,68	33,58	...	...	3,01	22,47
1984	8,42	24,76	...	...	4,75	16,53
1985	9,95	25,52	0,18	2,07	5,78	25,52
1986	18,49	20,85	0,62	1,99	11,37	20,85
1987	22,25	17,44	0,64	2,39	13,68	17,44
1988	30,00	18,95	7,14	4,28	21,74	18,95
1989	25,89	22,26	3,13	5,18	16,99	22,26
1990	21,70	19,44	8,90	3,98	17,08	19,44

Fuente: Banco de España.

(a) Importe de operaciones de cobertura en porcentaje de los importes de transacciones de Balanza de Pagos (para transacciones realizadas en divisas distintas de las pesetas).

ciones de balanza de pagos, corregidas por el volumen de ellas efectuadas en pesetas. En el período 1982-1990 se observa, en primer lugar, una tendencia al aumento de la demanda de cobertura (1) por ingresos de cuenta corriente, tanto por exportaciones de mercancías (de 4,7 a 21,7 %) como de servicios (de 0,0 a 8,9 %). Por el contrario, en los pagos se observa una tendencia a la disminución de dicha demanda de cobertura, y esta disminución se concentra en mercancías (de 27,2 a 19,4 %), pues en servicios se registra un aumento (de 0,0 a 4,0 %) (2).

El auge de la demanda de cobertura por ingresos y, sobre todo, pagos de servicios, es rapidísimo, lo que en buena parte refleja la autorización reciente de estas operaciones (1985) (3).

Así pues, se detecta una divergencia en la evolución de la cobertura según sea por transacciones de ingresos o de pagos, lo que podría interpretarse como una diferente percepción del riesgo (debida a la tendencia apreciatoria de la peseta en los últimos años) que primaba una mayor asunción de riesgo por parte de los importadores. Pero también se detecta una posible inflexión en esa ten-

(1) Definimos la demanda de cobertura como el ratio volumen de compra (o venta) a plazo / volumen de transacciones de balanza de pagos.

(2) Los niveles nulos de cobertura de ingresos por servicios registrados hasta 1984 no son tales, sino el resultado de unos volúmenes de operaciones tan pequeños que, en relación al volumen de transacciones, da como resultado una cantidad insignificante. Por el contrario, en los pagos por servicios esos niveles nulos significan que hasta 1985 no se permitió cubrir estas transacciones.

(3) No se ha hecho un cálculo similar para operaciones de capital por el sentido biunívoco de estas operaciones, cuyos movimientos pueden responder tanto a operaciones de préstamo como de amortización.

dencia a partir de 1989, cuando disminuyen las cifras de cobertura por ingresos de mercancías. Esto podría estar relacionado con el enfriamiento de las expectativas alcistas observado a partir de la entrada en el SME; sin embargo, esta apreciación ha de ser matizada por el aumento de la tasa de cobertura observado en los ingresos por servicios en 1990.

El cuadro 4 es, en cierta forma, complementario del 3. En él se recogen los volúmenes de operaciones de cobertura, clasificados por tipo de transacción de balanza de pagos, y su significación porcentual en el volumen total de operaciones realizadas por los residentes no bancarios. Tanto en la cobertura de ingresos (ventas a plazo) como de pagos (compras a plazo) se produce un claro desplazamiento hacia un mayor peso relativo de la cobertura por servicios y por transacciones financieras. Además, así como en la parte de ingresos lo que aumenta en importancia es la cobertura de invisibles, en los pagos son las operaciones de capital las que conquistan terreno a mayor velocidad, llegando a representar, en 1990, un peso relativo 10 veces mayor que los servicios. Esto, indudablemente, es fruto de la progresiva liberalización que se puso en práctica en los últimos años, tanto en lo que se refiere a la capacidad de exportar capitales como, especialmente, en la vertiente de la cobertura por salidas de capital, que comenzó con la circular 18/85 (autorización de cobertura por pagos de amortización e intereses) y se amplió en la circular 27/87 (autorización de cobertura para todas las transacciones de balanza de pagos). Esto se vio reforzado, además, por unas expectativas de fortaleza de la peseta, que suponían un riesgo para los inversores en el exterior. En cualquier caso, el fuerte ritmo de aumento de las cifras de cobertura por operaciones financieras y por pagos de servicios, que fueron las últimas en liberalizarse, indica probablemente la fuerte necesidad que tenían los agentes de disponer de esta posibilidad.

El cuadro 5 detalla la cobertura de ingresos y pagos de balanza de pagos en lo referente a plazos de vencimiento y divisas contratadas. Lo primero que resalta es el efecto de la circular 27/87, de 20 de octubre, que levanta la restricción del plazo máximo (12 meses hasta entonces), apareciendo desde esa fecha operaciones a más de un año. Hasta dicha fecha, lo más que se permitía era «reconducir» (renovar) una operación de 12 meses cuya operación principal tuviera una caducidad mayor.

En segundo lugar, podría destacarse la distinta preferencia temporal de los agentes, según se tratase de cobertura de ingresos o de pagos de balanza de pagos. En efecto, parece darse mayor

4. Operaciones a plazo.
Clasificación por tipo de transacción y porcentaje sobre total

mm

	Ventas a plazo				Compras a plazo			
	Total	Mercancías	Servicios y transferencias	Capital	Total	Mercancías	Servicios y transferencias	Capital
A) VALOR NOMINAL								
1979	7.881	7.545	5	331	61.173	61.173		
1980	13.634	13.624	0	10	81.410	81.410		
1981	16.877	16.848	7	22	83.384	83.384		
1982	21.792	20.926	54	813	85.235	85.235		
1983	22.585	22.584	1	0	239.903	239.903		
1984	37.523	37.264	67	192	152.312	152.312		
1985	53.544	52.850	317	377	185.993	163.791	4.695	17.507
1986	84.861	82.927	1.261	673	215.195	178.943	9.282	26.971
1987	128.516	125.049	1.280	2.188	232.010	169.180	8.703	54.126
1988	163.608	158.430	3.590	1.588	468.255	216.227	22.018	230.011
1989	175.888	151.261	18.432	6.195	495.039	247.142	31.407	216.491
1990	214.362	96.193	106.241	11.928	511.674	267.220	41.244	203.210
B) PORCENTAJE SOBRE TOTAL								
1979		95,74	0,06	4,21		100,00	0,00	0,00
1980		99,93	0,00	0,07		100,00	0,00	0,00
1981		99,83	0,04	0,13		100,00	0,00	0,00
1982		96,02	0,25	3,73		100,00	0,00	0,00
1983		100,00	0,00	0,00		100,00	0,00	0,00
1984		99,31	0,18	0,51		100,00	0,00	0,00
1985		98,70	0,59	0,70		88,06	2,52	9,41
1986		97,72	1,49	0,79		83,15	4,31	12,53
1987		97,30	1,00	1,70		72,92	3,75	23,33
1988		96,84	2,19	0,97		46,18	4,70	49,12
1989		86,00	10,48	3,52		49,92	6,34	43,73
1990		44,87	49,56	5,56		52,22	8,06	39,71

Fuente: Banco de España.

(a) Valorados a tipos de cambio contractuales.

concentración de los plazos cortos (sobre todo a un mes) en los pagos que en los ingresos. Salvo en 1987 y 1988, este fenómeno se manifiesta con especial intensidad en la cobertura de pagos por operaciones financieras (En 1989 y 1990, el 41 % y 48 % de estas operaciones se hicieron a menos de un mes).

Por lo tanto, el reciente aumento de la cobertura por salida de capitales, comentado ya anteriormente, tiende, en los años más recientes, a concentrarse en los vencimientos cortos, y esto puede estar relacionado tanto con los recientes incrementos de las salidas de capitales a corto plazo (1), como con el incremento de las amortizaciones por créditos recibidos del exterior.

En cuanto a las divisas contratadas, en el mismo cuadro 5 se dispone de la tasa porcentual de cober-

tura de los ingresos y pagos exteriores para cada tipo de moneda (1). Obsérvese, en primer lugar, el considerable aumento, entre 1982 y 1990, de la cobertura de las operaciones cifradas en dólares, tanto para ingresos (que pasan de un 2,6 % a un 15,5 %, con un 22 % en 1989) como para pagos (de 20,9 % a 33,3 %). Esto parece coherente con el mayor riesgo percibido para esta divisa, que ha sido la principal fuente de inestabilidad de los mercados en la década de los 80. Obsérvese, también, la diferencia en la necesidad de cobertura en dólares entre los ingresos y los pagos, con niveles estos últimos muy superiores a aquéllos. Ahora bien, esta diferencia entre la cobertura de los pagos y de los ingresos ha tendido a disminuir sensiblemente desde mediados de la década, como reflejo, quizás, de la apreciación y posterior depreciación que registró el dólar, con el punto de máximo nivel en 1984.

(1) Pueden verse en el *Boletín Estadístico*, cuadro XX-12, los fuertes aumentos habidos en 1989 y 1990 en créditos a corto plazo recibidos y concedidos, así como en las amortizaciones.

(1) Es decir, ventas (compras) a plazo en cada divisa divididas por ingresos (pagos) corrientes y de capital también en cada divisa.

5. Cobertura a plazo de balanza de pagos. Distribución por vencimientos y por monedas (a)

%

A) COBERTURA DE INGRESOS POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL										
	Total	1 mes	2 meses	3 meses	4 a 12 meses	Más de 1 año	Dólar	Marco	Franco	Otras
1982	100	20,04	23,62	17,37	38,97		2,6	3,5	2,3	0,8
1983	100	20,88	25,03	13,31	40,78		2,5	3,8	4,0	1,2
1984	100	25,40	24,06	19,39	31,15		7,0	4,5	1,2	0,7
1985	100	26,47	21,24	13,33	38,96		6,3	3,0	3,0	0,8
1986	100	35,68	23,55	10,94	29,83		14,4	3,6	2,7	1,0
1987	100	28,09	18,67	12,62	40,62	0,00	14,5	7,1	5,0	1,2
1988	100	44,93	18,31	8,76	26,53	1,48	20,1	5,0	4,1	4,0
1989	100	32,94	18,22	9,53	34,80	4,51	22,1	5,6	5,2	1,4
1990	100	29,01	17,87	10,83	38,08	4,21	15,5	5,1	7,7	2,6
B) COBERTURA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL										
1982	100	23,53	23,32	17,28	35,87		20,9	28,2	10,8	11,3
1983	100	28,22	25,17	13,96	32,65		27,1	23,6	5,5	9,7
1984	100	31,58	21,24	13,63	33,54		22,9	9,3	2,6	4,9
1985	100	35,85	18,62	14,57	30,96		21,8	15,3	5,2	7,5
1986	100	25,57	19,08	16,82	38,52		14,1	18,4	8,6	6,2
1987	100	26,15	18,30	17,24	38,31		20,0	17,7	6,8	3,6
1988	100	31,79	19,37	11,75	34,69	2,40	26,6	14,2	5,5	5,8
1989	100	36,00	18,69	11,80	30,10	3,41	31,1	16,3	7,6	6,2
1990	100	40,95	19,98	13,59	21,85	3,63	33,3	16,0	6,5	3,8

Fuente: Banco de España.

(a) Ventas y compras a plazo de cada divisa en relación a transacciones de Registro de Caja cifradas en la misma divisa. Para el período 1982-1984 las cifras se refieren sólo a operaciones de cuenta corriente, porque la cobertura por operaciones de capital es insignificante.

En la cobertura de las transacciones en otras divisas (franco francés, marco alemán y otras) se ve una evolución bien diferente. Primero, destaca una tendencia al aumento de la cobertura por ingresos, aunque no con la intensidad del dólar. Segundo, en los pagos es notable el decrecimiento de la cobertura, que, sin embargo, se mantiene siempre en niveles muy superiores que en los ingresos. Esto también parece ser coherente con la evolución de las expectativas de la peseta y la percepción del riesgo frente a estas divisas repetidamente comentadas. En suma, del análisis de la cobertura por divisas se deduce una influencia clara de las expectativas de los agentes a medida que la peseta ganaba firmeza en la década de los 80. A ello hay que añadir la influencia de las fluctuaciones del dólar, tan intensas en dicho período.

5. CONCLUSIONES

En las páginas anteriores se ha analizado la evolución, a corto y largo plazo, de las operaciones a plazo realizadas por residentes no bancarios, por el único motivo de eludir el riesgo de cambio que, por otra parte, era el único motivo autorizado. Se ha podido ver que en los años transcurridos desde la

primera autorización hasta la casi total liberalización que se disfruta desde enero de 1991 (circular 1/1991), el volumen de operaciones ha ido aumentando progresivamente, tanto en valores absolutos como relativos. En definitiva, a medida que se liberalizaban progresivamente las operaciones del mercado a plazo (y aquellas transacciones exteriores susceptibles de ser objeto de cobertura) se produjo un aumento del nivel de operaciones de cobertura en relación a las transacciones de balanza de pagos.

Esta evolución parece debida tanto a factores tendenciales como a modificaciones en las expectativas sobre la variable más influyente, que es el tipo de cambio de la peseta.

Los factores tendenciales aludidos son difíciles de identificar, pues no se dispone de datos relevantes sobre las condiciones de la oferta por parte de los bancos a sus clientes, ni de la mejora en la gestión empresarial del riesgo de cambio.

En cualquier caso, no hay datos homogéneos que permitan una comparación con la evolución del mercado y del nivel de cobertura en otros países. Una posible comparación se puede establecer, aunque de manera indirecta, a través de la información ofrecida

por el Banco de Pagos Internacionales (BPI) (1) sobre el volumen del mercado de divisas en los principales países miembros en abril de 1989. De estas cifras se toma el volumen de operaciones a plazo de la banca residente, realizadas «outright» (es decir, sin operación al contado y de sentido contrario que sirva de compensación de la posición) como indicador del volumen de operaciones a plazo realizado por la banca con clientela no bancaria, tanto residente como no residente. Con todas las salvedades obvias en una interpretación tan arriesgada (2), puede verse que, en valor nominal, España es uno de los países con menor volumen de todos los tabulados (cuadro 6), con un nivel (0,2 miles de millones de dólares diarios) inferior en un 100 % al del país inmediatamente por encima (Bélgica: 0,4 miles de millones de dólares). Ahora bien, en términos relativos, tanto respecto al volumen de operaciones a plazo como respecto al volumen de operaciones en divisas, las operaciones outright en España representan porcentajes (8,7 % y 3,4 %) no muy alejados de los que rigen en otros países.

En cuanto a la sensibilidad de la demanda de cobertura respecto al tipo de cambio, las cifras parecen confirmar una clara respuesta a las expectativas sobre el tipo de cambio. Así, en el período 1968-1982, caracterizado por una peseta débil, se ha ob-

servado una mayor y creciente demanda de cobertura para los pagos que para los ingresos de cuenta corriente. Entre 1982 y 1990 se ha observado una tendencia contraria, resultado de un cambio de expectativas hacia una peseta fuerte, especialmente a partir de 1985. En el pasado más reciente, a partir de la entrada de la peseta en el SME, se detecta la aceptación de los agentes de un límite a la apreciación de la peseta, haciéndose notar una menor necesidad de cobertura, al menos de los ingresos por mercancías. La cobertura de los servicios, por su parte, muestra un considerable crecimiento, sobre todo en los ingresos por este concepto. En cuanto a las transacciones de capital, destaca el incremento registrado en la cobertura de los pagos, que son las operaciones liberalizadas más recientemente.

Es de destacar, también, que en la evolución del mercado a plazo ha influido la potenciación de la peseta como unidad de cuenta, pues nuestras transacciones exteriores cifradas en pesetas han crecido, en los últimos años, extraordinariamente, garantizando así una cobertura natural para gran parte de dichas transacciones. Esta evolución (aparte de los factores estructurales apuntados que pueden estimular la facturación de cobros y pagos en pesetas) refuerza los argumentos expuestos sobre la progresiva consolidación de unas expectativas de estabilidad y/o apreciación de la peseta.

A pesar de la redistribución del peso relativo de las divisas en las transacciones exteriores, que se ha caracterizado por una fuerte caída de las operaciones en dólares, se observa un gran peso de las compras

(1) Véase BPI (1990).

(2) El nivel de liberalización no es homogéneo, los sistemas financieros son distintos, las cifras pueden incluir operaciones especulativas propias del banco, etc.

6. Volumen de actividad en el mercado de divisas a plazo por tipo de operación. Abril de 1989

	Miles de millones de dólares			Media de datos diarios % sobre volumen total de operaciones en divisas		
	Total	Outright (% s/total)	Resto	Total	Outright	Resto
	OPERACIONES A PLAZO					
Reino Unido	84	(...)	...	34,9	...	...
Estados Unidos	53	8,6 (16,2)	44,4	30,7	4,9	25,8
Japón	83	3,6 (4,3)	74,4	57,1	5,9	51,2
Suiza	30	3,4 (11,3)	26,6	44,1	5,0	39,1
Francia	12	(...)	...	37,5	...	...
Holanda	7,3	0,6 (2,0)	6,7	45,6	3,7	41,9
Dinamarca	7,8	1,5 (19,2)	6,3	51,3	9,9	41,4
Bélgica	5,9	0,4 (6,8)	5,5	49,0	3,4	45,6
Italia	1,8	(...)	...	16,4	...	...
España	2,3	0,2 (8,7)	2,1	39,0	3,4	35,6
Irlanda	1,1	...	...	20,0	...	...
Portugal	0,1	...	...	-	-	-
Grecia	0,1	0,1 (100,0)	-	-	-	-

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

y ventas a plazo de dólares contra pesetas, debido seguramente a la gran variabilidad de la cotización de la peseta frente a la divisa americana. Por contra, en la cobertura de las transacciones en las divisas europeas, y a pesar del gran aumento de éstas, parece dominar el decrecimiento de la necesidad de cobertura, reflejando, quizás, la creciente confianza en la estabilidad de la peseta frente a ellas.

En cuanto a los vencimientos, se detecta también una diferente preferencia temporal, según se trate de cobertura de ingresos o de pagos de balanza de pagos, con una mayor inclinación a los plazos cortos en la cobertura de los pagos. Esto se intensifica en la cobertura de pagos por operaciones financieras, que son las que han cobrado especial intensidad en los dos últimos años, en parte como fruto de la liberalización recientemente practicada en este campo.

20-IX-1991.

BIBLIOGRAFIA

- ABAD, P. (1986): «Presentación de nuevos cuadros sobre el mercado a plazo de la peseta», Banco de España, documento interno (no publicado).
- ALVAREZ, L. (1988): «Sector exterior y actividad bancaria». Banco de España. Centro de Formación.
- ALVAREZ PASTOR, D., y EGUIDAZU, F. (1990): *Control de cambios*, séptima edición. Revista de Derecho Privado.
- BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA (1979): *Política comercial exterior en España (1931-1975)*.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (1990): *Survey of Foreign exchange market activity*, febrero.
- EGUIDAZU, F. (1978): «Intervención monetaria y control de cambios en España. 1900-1977», *ICE*.
- MERCADE, J. (1971): «El mercado de divisas a término en España», *ICE* n.º 456-7.
- NAVASCUES, M., y GALMES, S. (1991): «El mercado a plazo de la peseta y el seguro de cambio», Banco de España, documento interno EC/1991/52.

Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990)

Este artículo ha sido elaborado por Juan Luis Vega, de la Oficina de Estudios Monetarios y Financieros (1).

La no estacionariedad es una característica frecuente en la evolución de las series económicas. Esta regularidad empírica tiene importantes implicaciones para la modelización econométrica y hace que los procedimientos de inferencia estándar, apoyados en el supuesto de estacionariedad, no sean, en su mayoría, aplicables.

Frente a este hecho, se han desarrollado en los últimos años dos líneas metodológicas. Por una parte, la que defienden los analistas de series temporales, que consideran que la diferenciación de las variables no estacionarias es un prerrequisito a su modelización. Por otra, la que, apoyada en el concepto de cointegración, postula modelos de mecanismo de corrección de error que, junto a una dinámica suficientemente flexible, permiten contrastar la existencia de relaciones de equilibrio a largo plazo sugeridas por la Teoría Económica. Sin embargo, en ambos enfoques resulta importante en un primer paso de la modelización identificar el orden de integración de las variables consideradas, esto es, el número de raíces unitarias que contiene su modelo ARI-MA. Igualmente, las decisiones adoptadas sobre el grado de integración de las variables condicionan la interpretación de la solución a largo plazo derivada del modelo.

Este trabajo analiza, precisamente, la evidencia empírica existente sobre el orden de integración de un conjunto amplio de variables de la economía española usadas frecuentemente en la modelización econométrica. Para ello se realizan algunos de los contrastes que, sobre la existencia de raíces unitarias, se han propuesto en la literatura econométrica: Dickey y Fuller (1981), Dickey y Said (1984), Phillips y Perron (1988) y Hall (1989). El análisis abarca los años comprendidos entre 1964 y 1990, y la frecuencia de los datos utilizados es anual.

Un primer grupo de variables analizadas incluye diversos agregados macroeconómicos en términos reales —PIB, Demanda Nacional, Demanda Final, Consumo e Inversión— y sus correspondientes deflatores. Además, se examinan algunos agregados monetarios en términos nominales: ALP, M2, la Deuda Pública a medio y largo plazo en manos del público, el Crédito Interno otorgado por el sistema crediticio y los mercados monetarios al sector empresas no financieras y familias, y el Crédito Interno Total. Dado que es comúnmente aceptado en los ejercicios econométricos realizados en nuestro país que estas series contienen al menos una raíz unitaria, los es-

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo número 9117 del Banco de España, de próxima publicación.

fuerzos se centran en contrastar la hipótesis nula de que son integradas de orden dos, $I(2)$, frente a la alternativa de que son integradas de orden uno, $I(1)$. Esto es, se realiza un contraste sobre la existencia de una raíz unitaria en sus tasas de crecimiento.

Para un segundo grupo de variables —tipos de interés propios y alternativos de ALP y M2, tipo de interés del crédito a empresas y familias y tipo exterior— se contrasta la hipótesis nula de una raíz unitaria frente a la alternativa estacionaria.

En general, salvo en el caso de la inversión, los resultados de los tests realizados no permiten rechazar la hipótesis de que las tasas de crecimiento de las variables consideradas —agregados macroeconómicos, precios y agregados monetarios— contienen una raíz unitaria. La misma conclusión se aplica al nivel de los tipos de interés.

Por otro lado, en estimaciones econométricas de funciones de demanda de agregados monetarios realizadas para otros países es frecuente observar el siguiente resultado: mientras los agregados monetarios o crediticios, en términos nominales, y los precios son $I(2)$, los agregados en términos reales son $I(1)$, esto es, dinero o crédito y precios están cointegrados. Resulta, pues, necesario revisar la evidencia empírica existente para comprobar si esta regularidad se cumple también en el caso español.

Al igual que en el caso anterior, los contrastes realizados no permiten rechazar la existencia de una raíz unitaria en las tasas de crecimiento reales de los agregados monetarios y crediticios, de modo que el vector $(-1, 1)$ no parece ser un vector cointegrante entre dinero y precios.

Finalmente, se destacan las implicaciones que, para la especificación y estimación de funciones de demanda de agregados monetarios, tienen los resultados anteriores. Estas se derivan, básicamente, de los diferentes órdenes de integración de las variables que forman parte de una ecuación de demanda de dinero. El hecho de que los agregados monetarios en términos reales, así como las posibles variables de escala en una ecuación de demanda, sean $I(2)$, conduce a la investigación de la existencia, en un primer nivel de cointegración, de una combinación lineal M-P- βY de un orden de integración menor y que pueda cointegrar con el resto de variables explicativas, también $I(1)$. La existencia de tal combinación resulta esencial para lograr una especificación en niveles de las funciones de demanda de dinero.

Concretamente, se estudia el orden de integración de M-P- βY , siendo: M, un agregado monetario (ALP o M2); Y, un agregado macroeconómico representativo del gasto, y P, su correspondiente deflactor. Dado que la Teoría Económica no especifica uní-

vocamente el valor concreto del parámetro β , se permite que éste tome los valores 1 y 1,5 para un agregado amplio como ALP, y 0,5 y 1 para M2. $\beta = 0,5$ se justifica en el marco de un modelo de demanda para transacciones tipo Baumol-Tobin y se aplica sólo al agregado más estrecho; $\beta = 1$ es el valor que predice un modelo de velocidad de circulación tipo Friedman; y $\beta = 1,5$, aplicado a ALP, intentaría captar, vía elasticidades-renta superiores a uno, algún efecto adicional de variable omitida (particularmente, la riqueza).

Centrándose en el caso de ALP, para $\beta = 1,5$ los tests realizados permiten rechazar a niveles de confianza del 99 % la presencia de una raíz unitaria en la tasa de variación de M-P- βY , cuando la variable de escala es el PIB. Para el resto de variables de escala los resultados son menos concluyentes. Cuando $\beta = 1$, sólo el contraste de Dickey-Fuller permite, a un nivel de confianza del 5 %, este rechazo, cuando la variable de escala es el PIB o la Demanda Final. Por contra, el resto de los tests aceptan la hipótesis nula, indicando que $(-1, 1, 1)$ no es un vector de cointegración entre ALP, precios y variable de escala.

Para M2 las conclusiones son menos claras. Quizás, la principal sea la dificultad de establecer en base a la evidencia recogida el valor de β o la variable de escala adecuada. Sin embargo, el valor de los tests es persistentemente mayor para el caso $\beta = 1$, indicando que esta elección produce combinaciones lineales más estacionarias. Igualmente, la elección del PIB o de la Demanda Nacional como variables de escala, frente a las alternativas Demanda Final o Consumo, parece también incrementar el valor de los tests.

Los resultados para ALP son coherentes con una larga tradición de estudios econométricos sobre funciones de demanda de definiciones amplias de liquidez para la economía española. Una revisión histórica de las elasticidades-renta a largo plazo estimadas en diversas especificaciones permite obtener un denominador común. Mientras las estimaciones que cubrían el final de los 60 y la totalidad de los 70 coinciden en elasticidades-renta superiores a la unidad, sólo cuando el análisis se restringe al período posterior a 1978 es posible aceptar la hipótesis de elasticidad-renta unitaria para la demanda de ALP.

La explicación a esta discrepancia se encuentra en la evolución tendencial de la velocidad de circulación de ALP, con una caída sólo interrumpida en los años que van desde 1974 a 1978. Esta evolución resulta difícil de explicar, para la totalidad del período, por el resto de variables explicativas tradicionales en una ecuación de demanda de dinero (inflación y tipos de interés propio y alternativo), ya que éstas no poseen una tendencia clara en toda la muestra. Por contra, cuando el análisis se restringe al período

posterior al 78, la tendencia de la velocidad coincide temporalmente con todo un período de inflación decreciente y tipos de interés propios crecientes, esto último debido a procesos de desregulación de los tipos pasivos de banca y cajas, dando lugar a una elevada sensibilidad de la demanda de dinero a la tasa de inflación y al tipo propio.

Suponer una elasticidad-renta superior a la unidad, en concreto $\beta = 1,5$, elimina este problema, sin necesidad de acudir a procesos tecnológicos o de innovación financiera, de forma que la serie ALP-P-1,5Y deambula sin mostrar tendencia precisa en su evolución.

Así pues, las diversas fuentes de evidencia parecen indicar que valores de la elasticidad-renta de la demanda suficientemente mayores que la unidad permiten obtener ese primer grado de cointegración. El valor $\beta = 1,5$ propuesto en este trabajo es sólo orientativo a tal fin y ha de estar sometido a estimación en el contexto de una función de demanda para ALP. Los trabajos que a este respecto se vienen realizando en el Servicio de Estudios del Banco de España apuntan hacia valores de la elasticidad-renta para la demanda de ALP entre 1,5 y 1,8, dependiendo del período muestral y de la frecuencia utilizada (anual o trimestral).

Estas estimaciones entroncan, como se ha indicado, con una larga tradición de estudios econométricos sobre demanda de agregados monetarios amplios. Por otra parte, la evidencia internacional más reciente es coincidente en este punto. Las estimaciones de Boughton y Tavlas (1991), para EEUU, Japón, República Federal de Alemania, Reino Unido y Francia, tienen en común el obtener, salvo en el primero de los casos, elasticidades-renta superiores a la unidad. Igualmente, Muscatelli y Papi (1990) estiman para Italia un valor de $\beta = 1,4$. Finalmente, los trabajos en curso en el seno del Comité de Gobernadores presentan elasticidades-renta que oscilan entre 1,3 y 1,7 en un agregado monetario armonizado para el conjunto de países del Sistema Monetario Europeo, dependiendo del agregado considerado, el período de análisis y el método de estimación.

24-X-1991.

Regulación financiera: tercer trimestre de 1991

El tercer trimestre de 1991 ha sido menos denso que el anterior en lo que se refiere a novedades en la normativa financiera. La actividad reguladora se ha reducido a revisar y adaptar la legislación anterior de determinadas instituciones y mercados y, especialmente, a desarrollar determinados preceptos de la normativa del mercado de valores.

En primer lugar, se ha introducido una regulación de carácter general para las entidades gestoras que ostentan la condición de creadores de mercado en el mercado de anotaciones en cuenta de deuda del Estado, donde se concreta el contenido de sus obligaciones y derechos. Además, se ha facultado a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF) para concertar, en las emisiones de deuda mediante subastas abiertas al público, un objetivo de colocación de deuda con los creadores y para convocar una segunda vuelta exclusivamente entre ellos si el objetivo de colocación de deuda no se alcanza. También queda autorizado el Tesoro para realizar emisiones mediante colocación restringida entre los propios creadores, pudiendo utilizar cualquier procedimiento que garantice la igualdad de oportunidades entre los mismos.

En otro orden de cosas, el Banco de España ha establecido una serie de medidas encaminadas a reforzar la seguridad y eficacia del funcionamiento del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE), adoptando criterios adicionales para el acceso a la categoría especial de entidad asociada de este sistema, regulando el establecimiento de sesiones entre los procesos de datos autorizados a participar en el sistema e incorporando prácticamente todos los cheques al subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente. También se han publicado las normas por las que se regulará el nuevo subsistema general de transferencias, similares a las ya establecidas para el cheque y pagaré de cuenta corriente, aunque con las particularidades propias de aquel medio de pago.

Se ha desarrollado un procedimiento especial de devolución de oficio de las retenciones practicadas sobre los rendimientos de la deuda del Estado en anotaciones correspondientes a los no residentes que inviertan en España sin mediación de establecimiento permanente. Para acogerse al mismo, las entidades gestoras deberán presentar al Tesoro, a través del Banco de España, una declaración con el importe total de los rendimientos de los inversores no residentes y una relación individualizada con el nombre de cada titular, su país de procedencia y los rendimientos devengados. El Banco de España, al recibir las relaciones citadas, abonará a las entidades gestoras las cantidades retenidas en exceso.

En lo que se refiere a inversiones extranjeras en España, se ha continuado con el proceso de liberali-

zación, elevándose la cuantía de las inversiones directas liberalizadas sin el trámite de verificación administrativa previa, y permitiéndose su vinculación a otras inversiones que se hubieran realizado por el mismo o distinto inversor.

También se aborda en este trimestre una revisión parcial de las normas reglamentarias del mercado hipotecario. Así, se adoptan medidas para favorecer la emisión de cédulas y participaciones hipotecarias; se suprime la obligación de reinversión en créditos hipotecarios del producto de las emisiones realizadas; y se rebajan, y en su caso se eliminan, los límites existentes para la emisión de cédulas. Se potencia la figura de las participaciones hipotecarias, por las que las entidades emisoras pueden hacer participar a terceros en los créditos hipotecarios concedidos. Respecto al funcionamiento del mercado secundario, se permite a las entidades emisoras amortizar sus valores hipotecarios propios mantenidos en cartera. Finalmente, se han modificado los requisitos a cumplir por las entidades de tasación.

Otro conjunto de novedades afectan a las Instituciones de Inversión Colectiva, permitiéndose a las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria la cesión en préstamo de valores de sus carteras. Asimismo, se concreta el régimen de cumplimiento de recursos propios mínimos de sus Sociedades Gestoras, precisándose cuando un déficit de recursos propios no se considera incumplimiento. Finalmente, se faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que determine qué valores gozan de elevada liquidez a efectos de la inversión de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

Dentro del ámbito del mercado de valores, este trimestre ha sido prolífico en el desarrollo de su normativa. Respecto a las ofertas públicas de adquisición de valores, se renueva su régimen jurídico con el fin de superar las limitaciones de la normativa vigente y adaptar su regulación a las previsiones contenidas en la ley del mercado de valores. Cabe señalar la ampliación del concepto de participación significativa a efectos de realizar una oferta pública, y una definición más amplia de los instrumentos aptos para adquirir una participación significativa de una sociedad. Por otro lado, también destaca la creación del primer mercado secundario organizado no oficial de valores, promovido por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) para la renta fija, que se estructura en dos áreas, una reservada a valores como los pagarés de empresa, bonos, obligaciones y valores hipotecarios de cualquier tipo, y otra para los bonos matador o valores denominados en pesetas emitidos por no residentes, quedando encomendado el control y la supervisión a la Comisión Nacional del mercado de valores. En desarrollo de la ley del mercado de valores, también se han regulado, por un lado, las aplicaciones, las operaciones es-

peciales y las convenidas directamente entre quienes no sean miembros de las bolsas, y por otro, la transmisión de valores admitidos a negociación en bolsa por título distinto de la compraventa, así como la transmisión por título de compraventa de valores cuya negociación en bolsa haya sido suspendida. Asimismo, resulta preciso hacer referencia al nuevo sistema de contratación en el mercado de renta fija y de deuda anotada de la Bolsa de Madrid, que responde a la necesidad de dotar a este mercado de mayor eficacia y profundidad, así como impulsar la actividad con este tipo de valores.

Por último, dentro de la actividad del sector asegurador, se ha dispuesto que, en determinados casos, las entidades aseguradoras y las de previsión social remitan a la Dirección General de Seguros la información estadístico-contable referida a sus cuentas anuales con periodicidad trimestral y mensual. Asimismo, esta disposición establece nuevas reglas de valoración de los inmuebles aptos para la cobertura de las provisiones técnicas.

1. ENTIDADES CREADORAS DEL MERCADO DE DEUDA PUBLICA EN ANOTACIONES

El auge del mercado de deuda pública anotada, creado por RD 505/1987, de 3 de abril (1), puso de manifiesto la necesidad de contar con determinados agentes especializados que, ostentando simultáneamente las condiciones de entidad gestora y de titular de cuenta, adquirieran el compromiso adicional de ofrecer contrapartida permanente en el mercado a una gama amplia de valores de deuda, como un medio de incrementar la transparencia y eficacia del mercado. Con esta finalidad, un acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, de fecha 19 de enero de 1988 (2), estableció la figura de los creadores de mercado y reguló los criterios de acceso a tal condición y de mantenimiento de la misma, así como las relaciones entre estas instituciones y el propio Banco de España. Estos criterios han sido revisados con regularidad, siendo la última vez el 23 de febrero de 1990. La experiencia acumulada en estos años aconsejaba introducir una regulación de carácter más general sobre la actividad de estas entidades, a fin de delimitar sus funciones y el contenido de las obligaciones y derechos inherentes a su condición. Esta tarea se ha llevado a efecto a través de una orden de 24 de julio de 1991.

En primer lugar, la orden citada dispone que la condición de creador de mercado se reconocerá ofi-

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1987, páginas 46 a 48.

(2) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1988, pág. 60.

cialmente por el Banco de España, previo informe favorable de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF), previa solicitud del aspirante, y tendrá validez hasta el término del año natural en que dicho reconocimiento se produzca. Además, el reconocimiento se renovará automáticamente cada año si la entidad no presenta renuncia expresa antes del 15 de diciembre. En la solicitud se deberá acompañar una memoria en la que se expondrán las actuaciones que se proponga llevar a cabo en el desempeño de su función. Por su parte, la pérdida de la condición de creador de mercado se puede producir por renuncia comunicada al Banco de España, por pérdida de la condición de entidad gestora, y por acuerdo del Banco de España, previo informe o a propuesta de la DGTPF, cuando se incumplan cualesquiera de las obligaciones establecidas para este tipo de entidades. En cuanto a las obligaciones impuestas a los creadores de mercado, cabe destacar que éstos deberán acudir de forma regular, mediante peticiones de carácter competitivo, a las subastas abiertas al público que realice el Tesoro; participar en las emisiones de deuda del Estado; cooperar con la DGTPF en la difusión interior y exterior de la deuda, y con el Banco de España en el adecuado funcionamiento de su mercado secundario; y exponer en sus oficinas los signos distintivos de la condición de creador de mercado que, a tal efecto, determine la DGTPF. La orden también desarrolla el estatuto de los creadores donde se especifican sus funciones y prerrogativas. Así, por ejemplo, los creadores recibirán información periódica sobre la situación de financiación del Estado y sobre su política de deuda; participarán en exclusiva en las segundas vueltas, a celebrar tras las subastas de deuda del Estado abiertas al público; canalizarán las adquisiciones que el Tesoro efectúe en el mercado secundario; participarán en la colocación de las emisiones de deuda del Estado en pesetas cuando el procedimiento de emisión no sea el de subasta abierta al público en general; podrán, junto con otras entidades nacionales o extranjeras, participar en la emisión y colocación de la deuda del Estado en divisas; y contarán con el apoyo de la DGTPF en las actividades de promoción de la deuda en España y en el extranjero.

En respuesta a los compromisos adquiridos por los creadores de mercado, se han introducido dos novedades en la mecánica de colocación de la deuda del Estado. Por un lado, en las subastas abiertas al público, se ha facultado a la DGTPF para acordar con los creadores de mercado un objetivo previo de colocación de deuda, de modo que si, una vez resuelta la subasta, el montante aceptado por el Tesoro es igual o superior al 70 por 100 del importe solicitado pero no alcanza el objetivo de colocación, la DGTPF podrá convocar una segunda vuelta exclusivamente entre los creadores de mercado. Estos deberán presentar obligatoriamente una o más ofertas, de forma que el importe total solicitado por cada creador no sea infe-

rior a la parte proporcional que le corresponda entre todos los creadores de la cantidad restante a suscribir hasta cubrir el objetivo, siendo libre el rendimiento solicitado. Por su parte, la DGTPF fijará libremente la cantidad total aceptada en esta segunda vuelta. Si no existe objetivo de colocación o habiéndolo estuviera ya cubierto, cada creador podrá presentar hasta tres peticiones adicionales en las que el rendimiento solicitado no podrá superar el tipo de interés medio de la subasta, y el Tesoro estará obligado a adjudicarles al menos un 10 por 100 de lo adjudicado en la misma, si ha aceptado en ésta más del 50 por 100 de lo solicitado, o un 20 por 100 si se hubiera aceptado menos de tal porcentaje.

Por otro lado, se contempla la posibilidad de realizar emisiones mediante colocación restringida entre creadores, en las cuales el Tesoro podrá optar entre efectuar una subasta competitiva entre todos los creadores, a la que podrán acceder de forma voluntaria; solicitar de ellos una oferta única por el importe total de la deuda a colocar, que se asignará a la entidad que presente la oferta más favorable; o bien utilizar cualquier otro procedimiento que garantice la igualdad de oportunidades entre los creadores.

A partir del 28 de julio, fecha de la entrada en vigor de esta orden, las entidades gestoras, que tuvieren la condición de creador de mercado y desearan conservarla, dispusieron de un plazo de diez días para aceptar los nuevos compromisos establecidos en la misma.

2. SISTEMA NACIONAL DE COMPENSACION ELECTRONICA

El Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE) fue regulado por el RD 1369/1987, de 18 de septiembre, una orden de 24 de febrero de 1988 y la CBE 8/1988, de 14 de junio (1). Más adelante la CBE 1/1990, de 2 de febrero (2), estableció las normas para la liquidación del subsistema general del cheque y pagaré de cuenta corriente. En ese mismo año, a través de la CBE 11/1990, de 6 de noviembre (3), se dictaron las normas de funcionamiento del Sistema Nacional de Intercambios. La evolución experimentada por el SNCE ha permitido al Banco de España, mediante la CBE 5/1991, de 26 de julio, la adopción de una serie de medidas destinadas a reforzar la seguridad y eficacia de su funcionamiento, y a incorporar en él la compensación de otros medios de pago.

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1988, pág. 79.

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

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1991, págs. 31 y 32.

Un primer conjunto de disposiciones hace referencia a las entidades miembros del Sistema. En concreto, se ha modificado la CBE 8/1988 en el sentido de exigir, a partir del 11 de agosto, a las entidades que participan en el Sistema con la categoría especial de entidad asociada un requisito adicional, denominado nivel de actividad, que medirá la participación porcentual de la entidad respecto a la actividad conjunta de las entidades miembros en el Sistema Nacional. Se define el nivel de actividad como la semisuma del activo de la entidad, según su balance a 31 de diciembre de cada año, medido en porcentaje sobre el total de activos de las entidades miembros del SNCE, y del monto total de las operaciones compensadas por la entidad, medido en porcentaje sobre el total de operaciones de compensación efectuadas por todas ellas. Se ha fijado en el 0,5 por 100 el valor mínimo del nivel de actividad que una entidad asociada debe mantener, de forma que el incumplimiento de dicho valor durante dos evaluaciones anuales consecutivas puede ser causa de que la entidad pierda la condición de asociada. Además, las entidades asociadas deben solicitar la incorporación, en el plazo de seis meses, a uno al menos de los subsistemas que se encuentren en ese momento en funcionamiento.

También en desarrollo de lo previsto en la CBE 8/1988, y con la finalidad de aumentar la seguridad y eficacia del SNCE, se ha regulado el procedimiento técnico aplicable a las sesiones entre los diferentes centros de proceso de datos autorizados a participar en el Sistema, basado en un mecanismo común y completo de diálogo utilizado con el fin de intercambiarse la información correspondiente a los diferentes subsistemas. Este procedimiento entró en funcionamiento a partir del 11 de agosto pasado.

Una novedad de mayor relieve afecta a la CBE 11/1990, ya que a partir del 19 de noviembre se incorporan prácticamente todos los cheques al subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, resaltando la inclusión de los cheques-nómina cuya fecha de emisión sea posterior en más de cuarenta y cinco días naturales a la fecha de compensación.

Por último, también en desarrollo de la CBE 8/1988 se han aprobado las normas por las que se regulará el subsistema general de transferencias, cuya entrada en vigor se producirá a partir del 18 de febrero de 1992. En general, las normas de funcionamiento y liquidación del nuevo subsistema son simétricas a las ya establecidas para el subsistema general de cheques y de pagarés de cuenta corriente, aunque con las particularidades operativas propias de aquel medio de pago. Con la incorporación de las transferencias, quedan incluidas en el SNCE las formas más habitualmente usadas en los pagos minoristas en España.

3. DEUDA DEL ESTADO EN ANOTACIONES: FISCALIDAD DE NO RESIDENTES

El RDL 5/1990, de 20 de diciembre, de medidas fiscales urgentes y la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991 (1), establecieron que los rendimientos e incrementos de patrimonio derivados de la deuda pública española obtenidos por no residentes que no operen en España por medio de establecimiento permanente, no quedan sometidos a tributación a efectos de los impuestos sobre la renta de las personas físicas y de sociedades. De acuerdo con esta situación se ha aprobado el *RD 1285/1991, de 2 de agosto*, que entró en vigor el 10 del citado mes, que establece un procedimiento especial de devolución de las retenciones practicadas sobre los rendimientos correspondientes a los no residentes de la deuda del Estado representada en anotaciones, cuya novedad principal es que se trata de un procedimiento que inicia la devolución de oficio, simplificando notablemente el proceso existente hasta la fecha.

Para acogerse al nuevo procedimiento, las entidades gestoras deberán presentar en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF), a través de la Central de Anotaciones del Banco de España, una declaración con el importe total del saldo nominal de la deuda y de los rendimientos correspondientes a los inversores no residentes, y una relación individualizada donde conste el nombre de cada titular, su país de procedencia y el importe de sus rendimientos, en la que no se podrá incluir a residentes de países que tengan la consideración de paraísos fiscales. Los plazos para la presentación han sido establecidos posteriormente por una orden de 16 de septiembre de 1991, que entró en vigor el 22 del mismo mes. En ella se especifica que la declaración comprensiva del importe total de la deuda y de los rendimientos se presentará el día anterior a la fecha de vencimiento de los intereses, empezando a surtir efecto a partir del cupón que venció el pasado 25 de septiembre, mientras que la relación individualizada deberá presentarse en el plazo de un mes natural a contar desde la fecha de vencimiento.

La administración tributaria tendrá conocimiento de dicha documentación por medio del Banco de España, que se la enviará dentro de los diez primeros días de cada trimestre natural, con referencia al trimestre inmediatamente precedente. Por su parte, el Banco de España al recibir las relaciones citadas abonará a las entidades gestoras las cantidades retenidas a los titulares de deuda no residentes, que serán reembolsadas por la DGTPF dentro del mes siguiente a su presentación. Cabe señalar que el Banco de España tendrá la consideración de entidad ges-

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1991, pág. 27.

tora en relación con las entidades no residentes que, sin mediación de establecimiento permanente, inviertan en deuda del Estado representada en anotaciones y tengan reconocida la condición de titulares de cuenta en la Central de Anotaciones.

Por otro lado, en el real decreto se especifica la documentación acreditativa de la residencia de los titulares no residentes que las entidades gestoras deben obtener y conservar, y que varía en función de quién sea el inversor. Así, cuando el titular no residente de la deuda actúe por cuenta propia y sea un banco central, institución de derecho público, organismo internacional, entidad de crédito y similares residentes en países de la OCDE o países con los que España tenga suscrito convenio para evitar la doble imposición, basta con acreditar, ante la entidad gestora, la razón social y su residencia fiscal. En el caso de que se trate de operaciones intermediadas por algunas de las entidades señaladas anteriormente, o que se hayan canalizado a través de una entidad de compensación y depósito de valores reconocida por la DGTPF, tales entidades deberán certificar, ante la entidad gestora, el nombre y residencia fiscal de cada titular de los valores. A tal efecto, la DGTPF, mediante una *resolución de 24 de septiembre de 1991*, ha determinado que las entidades Euroclear y Cedel tendrán la consideración de entidades de compensación y depósito de valores, por lo que podrán remitir directamente a la Central de Anotaciones del Banco de España la documentación acreditativa de cada inversor no residente. En los demás casos, la residencia se acreditará mediante certificado expedido por las autoridades del Estado en que resida el inversor, que tendrá una validez de seis meses a partir de la fecha de expedición.

4. INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA

La actual regulación sobre inversiones extranjeras en España, recogida en el RDL 1265/1986, de 27 de junio (1), y su reglamento, aprobado mediante RD 2077/1986, de 25 de septiembre (2), supuso la adaptación de la normativa española a la establecida en la Comunidad Europea sobre movimientos de capital y derecho de establecimiento. Posteriormente, otras disposiciones de rango inferior desarrollaron este marco jurídico, precisando algunos aspectos y liberalizando progresivamente determinadas operaciones. En concreto, una orden de 4 de febrero de 1990 (3) dispuso para las inversiones directas una li-

beralización total, sin verificación administrativa previa, cuando su importe fuera igual o inferior a 25 millones de pesetas, estableciendo determinadas excepciones. Continuando este proceso de liberalización, y con el fin de agilizar la ejecución de los movimientos de capital, se ha aprobado recientemente una *orden de 25 de septiembre de 1991*, que entró en vigor el pasado 9 de octubre, que modifica a la orden de 4 de febrero de 1990 en materia de inversiones directas, elevando el importe libre de 25 a 250 millones de pesetas. Resulta novedoso el hecho de que tal importe pueda alcanzarse en una única operación o mediante la vinculación a otras inversiones que se hubieran realizado por el mismo o distinto inversor, siempre que el conjunto no supere esa cifra. Además, se incluyen entre las operaciones liberalizadas todas las inversiones inferiores a 250 millones de las que resulte una participación extranjera superior al 50 por 100. No obstante, seguirán requiriendo verificación previa, aunque su importe sea inferior a 250 millones, los préstamos asimilados a inversión extranjera directa, las inversiones realizadas con cargo a cuentas extranjeras de pesetas ordinarias, las inversiones efectuadas mediante aportación no dineraria distinta de equipo de capital, asistencia técnica, patentes o licencia de fabricación extranjeras, y las inversiones que tengan por objeto entidades distintas a sociedades o sucursales.

5. REGULACION DEL MERCADO HIPOTECARIO

No cabe duda de que la refinanciación hipotecaria a través de la captación de recursos a corto plazo, o a la vista, conlleva un grado elevado de riesgo, lo que hace deseable que las entidades de crédito, mediante la emisión de valores, puedan hacer participar a terceros en los créditos hipotecarios de su cartera. Esta medida significa una reducción del riesgo y del coste de la financiación del préstamo para la entidad emisora. Encuadrada en esta filosofía, la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, desarrollada por el RD 685/1982, de 17 de marzo, trató de crear un amplio mercado hipotecario que permitiera el abaratamiento de los créditos en materia de vivienda, construcción y urbanismo a través de la emisión, por las entidades de crédito, de valores hipotecarios con la garantía de tales créditos como un medio de refinanciación. La experiencia acumulada en estos años ha puesto de manifiesto la necesidad de flexibilizar esta regulación, eliminando las disposiciones que dificultan la expansión de este mercado, y coordinando su funcionamiento al recogido en las directivas comunitarias vigentes. En este estado de cosas, mediante el *RD 1289/1991, de 2 de agosto*, se ha abordado una revisión parcial de las normas reglamentarias actualmente vigentes.

En primer lugar, se han introducido determinadas medidas destinadas a favorecer la emisión de valo-

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1986», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1986, págs. 48 y 49.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1986», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1986, págs. 27 y 28.

(3) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1990», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1990, págs. 67-68.

res hipotecarios, al permitir que las cédulas hipotecarias puedan ser representadas mediante anotaciones en cuenta, regulándose por la normativa general aplicable a las mismas. Asimismo, para poder emitir cédulas, se ha rebajado, y en su caso se ha eliminado, la exigencia de un determinado porcentaje de créditos hipotecarios sobre el total de créditos en cartera de las entidades autorizadas para emitirlos, es decir, las entidades de crédito de capital público estatal, los bancos privados, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las sociedades de crédito hipotecario. En concreto, para las sociedades de crédito hipotecario dicho porcentaje se ha rebajado del 100 al 75 por 100, mientras que para el resto de entidades se ha eliminado la exigencia de mantener un 30 por 100 de créditos hipotecarios respecto del total de créditos concedidos. También se ha suprimido la obligación de reinversión en créditos hipotecarios del producto de las emisiones realizadas.

La nueva regulación potencia la figura de las participaciones hipotecarias mediante las que las entidades emisoras pueden hacer participar a terceros en los créditos hipotecarios concedidos. En este sentido, las participaciones, que pueden estar representadas en títulos nominativos o en anotaciones en cuenta, implican una transmisión del crédito hipotecario correspondiente, lo que permite a las entidades emisoras rebajar una parte de su balance en la cuantía de la porción del crédito hipotecario participado. En todo caso, las entidades emisoras conservarán la custodia y administración del crédito hipotecario, así como la titularidad parcial del mismo, estando obligadas a realizar cuantos actos sean necesarios para su efectividad y buen fin, abonando a los partícipes el porcentaje que les corresponda en lo percibido del deudor hipotecario por concepto de capital e intereses.

Otra novedad en la regulación de las participaciones hipotecarias afecta a la acción ejecutiva en caso de incumplimiento del deudor del crédito hipotecario participado. Antes tal acción sólo correspondía a la entidad emisora, mientras que ahora también queda legitimado el titular de la participación. De este modo, si la entidad emisora no inicia el procedimiento dentro de los sesenta días naturales desde el requerimiento notarial de pago de la deuda, o iniciado éste se paraliza, el titular de la participación podrá instar del juez competente la incoación o continuación del procedimiento de ejecución hipotecaria.

Por lo que respecta al saldo vivo máximo de cédulas hipotecarias, que según la anterior normativa no podía superar el 90 por 100 del importe de los capitales no amortizados de los créditos hipotecarios en cartera aptos para servir de cobertura y no vinculados a la emisión de bonos o participaciones, ahora se han incluido, además, en la base de cómputo las participaciones hipotecarias adquiridas por la enti-

dad, siempre que la porción del crédito hipotecario incorporada a las mismas haya dejado de ser computable como activo de riesgo por la entidad emisora de éstas y que el crédito objeto de las participaciones resulte apto a efectos de cobertura. En este sentido, la porción participada del crédito no se considerará activo de riesgo, y por tanto no computará a efectos de recursos propios mínimos, cuando la participación se emita por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final de los créditos afectados y no exista pacto de recompra. En este caso, el emisor de las participaciones hipotecarias no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido previamente del deudor.

En cuanto al funcionamiento del mercado secundario, las entidades emisoras de valores hipotecarios ya estaban autorizadas a mantener en cartera hasta un 5 por 100 de sus valores con el fin de regular el adecuado funcionamiento de la liquidez de los mismos en el mercado. Ahora, también podrán amortizar dichos valores siempre que hubiera transcurrido un año al menos desde la emisión y obren en posesión legítima de la entidad emisora. En cuanto al régimen financiero de estos valores, resalta como novedad que podrán ser admitidos en la composición de las inversiones de los Fondos de Pensiones en las mismas condiciones que los valores cotizados en Bolsa.

Por otro lado, se han modificado los límites de los préstamos computables sobre inmuebles en construcción para la emisión de valores hipotecarios. En la normativa anterior, estos límites venían determinados por la suma del valor de tasación del solar sin edificar y del 35 por 100 del importe del crédito previsto para el edificio terminado, en caso de estar avanzada la obra, de forma que sólo podía computarse, a efectos de cobertura, si dicha suma no excedía del 10 por 100 del importe total de los préstamos afectos a la emisión de valores hipotecarios. En la regulación actual, los límites vendrán determinados por el 50 por 100 del valor de tasación del solar y por el 50 por 100 del valor de las obras realizadas, excluida la repercusión del solar, de forma que la suma de ambos valores no exceda del 20 por 100 del importe total de los préstamos afectos a la emisión de valores hipotecarios.

Finalmente, se han modificado los requisitos que deben cumplir las entidades especializadas en tasación, concretándose que deberán limitar su objeto social a la valoración de todo tipo de bienes, y habrán de figurar inscritas en el Registro Oficial del Banco de España. Las entidades actualmente existentes tienen un plazo de un año a partir del 11 agosto, fecha de entrada en vigor de este real decreto, para adaptarse a estos requisitos.

6. OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION DE VALORES

La normativa en materia de ofertas públicas de adquisición de valores cotizados en bolsa (OPA) estaba recogida en el *RD 279/1984, de 25 de enero*, cuya continuidad, una vez aprobada la nueva regulación de los mercados de valores por la *Ley 24/1988, de 28 de julio (1)*, fue decretada por el *RD 726/1989, de 23 de junio*, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva (2), hasta tanto se desarrollara reglamentariamente un nuevo marco general sobre ofertas públicas que adaptara la normativa anterior a las necesidades que reclamaba el tráfico jurídico actual y al amparo de las previsiones contenidas en la propia ley. Esta tarea se ha cumplido con la publicación del *RD 1197/1991, de 26 de julio*, con vigencia a partir del 23 de agosto.

Destaca como novedad una definición más amplia de los instrumentos válidos para adquirir una participación significativa de una sociedad, a efectos de realizar una OPA. Así, es necesario promover una OPA cuando se adquieran no sólo acciones sino también otros valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles, o cualquier otro instrumento similar que pueda dar lugar directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de acciones de una sociedad y que permita alcanzar, junto con las que ya se posea, una participación significativa en dicha sociedad.

También se amplía el concepto de participación significativa a efectos de realizar una OPA, teniendo tal consideración todas aquellas que representen porcentajes iguales o superiores al 25 por 100 del capital de la sociedad, estableciéndose el volumen mínimo de la oferta en función del porcentaje que se pretenda alcanzar. Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25 por 100, la oferta debe realizarse sobre un número de valores que representen como mínimo el 10 por 100 del capital. Si ya se posee una participación igual o superior al 25 por 100, pero inferior al 50 por 100, y se pretende alcanzar, al menos, un 6 por 100 más del capital en un período de 12 meses, también debe realizarse una oferta sobre valores que representen como mínimo el 10 por 100 del capital. Si lo que se pretende es poseer una participación igual o superior al 50 por 100, la oferta debe realizarse sobre valores que permitan al adquirente alcanzar al menos el 75 por 100 del capital de dicha sociedad. Para el cómputo de la parti-

cipación significativa de una persona física o jurídica deben añadirse a las propias, las poseídas o adquiridas por entidades pertenecientes a su mismo grupo, y las de otras personas que actúen por cuenta o de forma concertada con aquélla. En este último caso, se presume que están incluidas, salvo prueba en contrario, las poseídas por los miembros del órgano de administración.

Por otro lado, el real decreto dispone que las entidades financieras que en cumplimiento de un contrato de aseguramiento de una emisión de valores adquieran una participación significativa en el capital de una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación, deberán formular una OPA dentro de los seis meses siguientes a contar de la adquisición, y no podrán ejercer, entre tanto, los derechos políticos de los valores así adquiridos. No obstante, no estarán obligadas a promover la OPA si dentro de esos seis meses se enajena o se pone a la venta el exceso de participación.

Asimismo, el real decreto contempla una serie de supuestos en los que no es obligatorio presentar oferta pública, como son las adquisiciones que realicen los Fondos de Garantía de Depósitos, la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras y similares en cumplimiento de las funciones que les atribuyan las disposiciones vigentes; las que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa o como consecuencia de la reordenación o reestructuración de sectores económicos; y en aquellas situaciones en las que todos los accionistas de la sociedad acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones de la misma.

En cuanto a las contraprestaciones ofrecidas, las ofertas podrán formularse como compraventa, como permuta o como ambas cosas a la vez. Excepcionalmente, la contraprestación será necesariamente en dinero en aquellas que previamente deben realizar las personas físicas o jurídicas, que, poseyendo más del 50 por 100 de los votos de una sociedad, pretenden modificar los estatutos de la misma, y también si la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) lo considera oportuno, a efectos de proteger los intereses de los accionistas, en aquellas sociedades que teniendo sus valores admitidos a negociación hayan acordado su exclusión de la bolsa. También se contempla la posibilidad de presentar ofertas voluntarias que deben ser autorizadas por la CNMV y deben dirigirse a todos los accionistas, siguiendo los mismos procedimientos previstos para las obligatorias.

Con referencia a la presentación y autorización de la oferta, ésta deberá solicitarse a la CNMV, acompañada de un folleto explicativo y la documentación necesaria que acredite, entre otras cosas, la finalidad y garantía de la oferta. En el real decreto se detalla el

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1988, págs. 61 y 62.

(2) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1988, págs. 120 a 122.

contenido del folleto que deberá comprender una información minuciosa tanto de la sociedad afectada como de la oferente, y una serie de elementos formales. Como novedoso cabe reseñar la posibilidad de modificar las características de la oferta durante su curso, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la misma, y la fijación de los supuestos en que el oferente puede desistir de la oferta, cesando sus efectos. Otra novedad a destacar se refiere a las operaciones de concentración de dimensión comunitaria, ofertas que implican a varios países de la Comunidad Europea, disponiéndose que han de regirse por la reglamentación establecida en las correspondientes directivas. Finalmente, el real decreto comentado dispone que todas las personas o entidades involucradas directa o indirectamente en la realización de una OPA quedarán sometidas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en la Ley del Mercado de Valores.

7. OPERACIONES BURSATILES ESPECIALES, TRANSMISION EXTRABURSATIL DE VALORES Y CAMBIOS MEDIOS PONDERADOS

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (1), calificó como operaciones propias de un mercado secundario oficial todas aquellas que implican la transmisión por compraventa de valores admitidos a negociación en dicho mercado, debiendo realizarse con la participación obligatoria de una entidad que ostente la condición de miembro de ese mercado. Además, atribuía al Gobierno la facultad para tipificar, limitar o incluso prohibir determinadas operaciones, con objeto de fomentar el buen funcionamiento de los mercados. Por esta razón, se ha publicado el *RD 1416/1991, de 27 de septiembre*, que entrará en vigor el 5 de diciembre de este año, con la finalidad de que las operaciones sobre valores de renta variable admitidos a negociación se realicen a través de los sistemas de contratación establecidos en las bolsas de valores para poder asegurar un grado suficiente de transparencia y eficiencia en la formación de precios. Así, considera sistemas de contratación el de viva voz en corro, el del mercado continuo interconectado y los demás establecidos o que puedan establecerse para facilitar la confluencia de las órdenes de compra y venta, en régimen de mercado sobre valores admitidos a negociación en las bolsas de valores.

En primer lugar, el real decreto regula las operaciones llamadas aplicaciones, las operaciones especiales y las convenidas. Respecto a las primeras, se dispone que los miembros de las bolsas en quienes

concurran órdenes de signo contrario sobre un mismo valor podrán proceder a su aplicación sólo si, formuladas públicamente a través del correspondiente sistema de contratación, quedan casadas por no existir en el momento de su formulación contrapartidas al mismo precio o a otro más favorable. Además, se establecen los requisitos que se deben cumplir en caso de que las órdenes de signo contrario se apliquen sin formularlas públicamente. En las operaciones especiales se recogen aquéllas con contrapartida por cuenta propia por parte de los miembros de las bolsas, y las operaciones entre miembros que no se formulen públicamente a través del correspondiente sistema de contratación. Por su parte, las operaciones convenidas directamente entre quienes no sean miembros de las bolsas requerirán para su validez la toma de razón de una entidad que ostente la condición de miembro, la cual deberá comunicarlo a los órganos de supervisión designados por las Sociedades Rectoras de las Bolsas o, en su caso, por la Sociedad de Bolsas. Estas darán publicidad a la totalidad de las operaciones que se realicen sin formulación pública de las órdenes a través de los distintos sistemas de contratación, y, además, llevarán un registro en el que se tomará nota diaria de las operaciones de este tipo que hayan sido comunicadas, y otro en el que se anotarán las autorizadas por los órganos de supervisión.

En otro orden de cosas, se ha dispuesto que la transmisión de valores admitidos a negociación en bolsa por título distinto de la compraventa debe ser comunicada por el adquirente a la Sociedad Rectora respectiva y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas en el plazo de los siete días hábiles siguientes a la adquisición, a través del miembro del mercado que haya intervenido en la misma. Deberá mencionarse la identidad del transmitente y del adquirente, el título o causa de la transmisión, la fecha y, en su caso, la contraprestación recibida. Tal obligación recaerá sobre un corredor de comercio, notario, sociedad o agencia de valores no miembro de la bolsa, si los valores fueron transmitidos con su intervención.

Por lo que respecta a la transmisión, por título de compraventa, de valores cuya negociación en bolsa haya sido suspendida, se ha dispuesto su obligatoria comunicación, por el miembro de la bolsa que haya intervenido, a los órganos de supervisión designados por las Sociedades Rectoras o, en su caso, por la Sociedad de Bolsas, mientras que éstas darán publicidad en sus boletines de cotización. La misma publicidad realizarán en las transmisiones de acciones que les hayan sido comunicadas cuando el número de acciones transmitidas exceda de 50.000 o represente más del 1 por 100 del capital de la sociedad de que se trate.

El real decreto también dispone que las Sociedades Rectoras deben incluir en el acta de cotización y

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1988, págs. 61 y 62.

en los correspondientes boletines de cotización el cambio medio ponderado de la última sesión bursátil de cada valor, en vez de los cambios de cierre como hasta ahora. En la determinación de los cambios ponderados se tendrán en cuenta las operaciones realizadas a través de los sistemas de contratación, prescindiendo de las operaciones especiales. La trascendencia de esta medida estriba en que, a partir de su entrada en vigor, los títulos admitidos a cotización en bolsa se entenderán valorados, a efectos legales, al cambio medio ponderado publicado, a no ser que la normativa fiscal prevea expresamente un criterio diferente.

8. INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA: ASPECTOS VARIOS

Recientemente se han publicado dos órdenes de 31 de julio de 1991, con vigencia a partir del 13 de agosto, que han modificado determinados aspectos de la normativa que afecta a las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), como son la cesión en préstamo de valores mobiliarios de sus carteras, el régimen de cumplimiento de recursos propios de sus Sociedades Gestoras, la remisión de estados financieros a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), y la determinación de los valores que gozan de elevada liquidez, a efectos de la inversión obligatoria de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario.

Respecto a la primera de las cuestiones, el nuevo reglamento de las IIC, aprobado por el RD 1393/1990, de 2 de noviembre (1), preveía que los valores mobiliarios en poder de estas entidades podrían ser objeto de operaciones de opción o préstamo bursátil. Posteriormente, una orden de 25 de marzo de 1991 (2) desarrolló el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado. Ahora, con la finalidad de promover nuevas vías de rentabilización de las carteras de las IIC, se les ha permitido que cedan en préstamo valores mobiliarios, tanto siguiendo el procedimiento establecido para el citado sistema de crédito bursátil, como para los préstamos que puedan instrumentarse en el futuro por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores para asegurar la entrega en la fecha de liquidación. Los préstamos deberán ser retribuidos a precios de mercado y en ningún momento el valor efectivo de los valores prestados puede ser superior al 50 por 100 del valor total de la cartera de la institución prestamista.

En otro orden de cosas, se ha precisado el régimen de cumplimiento de recursos propios mínimos

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1991, págs. 31-32.

(2) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1991», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1991, págs. 49-50.

por parte de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, de modo que no se considerará incumplimiento los déficit de recursos propios no superiores al 20 por 100, producidos a consecuencia de alteraciones en las cotizaciones de los valores que integran el patrimonio o del número de participaciones o acciones de las instituciones gestionadas, siempre y cuando la cifra resultante no sea inferior a los recursos propios mínimos correspondientes al último día del inmediatamente semestre anterior. También se ha dispuesto la obligatoria remisión por parte de las Sociedades Gestoras a la CNMV de las cuentas anuales y el informe de gestión, acompañados de los correspondientes informes de auditoría, quedando habilitada la Comisión para establecer sus normas contables y determinar la información que periódicamente deben suministrar.

Por último, se ha desarrollado el contenido del reglamento de las IIC, aprobado por RD 1393/1990, de 2 de noviembre (1). Este dispuso que los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario no podían invertir más del 40 por 100 de su activo en valores de renta fija que no gozaran de elevada liquidez. Ahora, se ha otorgado a la CNMV la competencia para determinar qué valores gozan de elevada liquidez, pero se requiere que, en todo caso, cumplan al tiempo los tres requisitos siguientes: a) que estén admitidos y sean negociados en un mercado secundario organizado; b) que sean fácil y rápidamente realizables, bien porque haya otros análogos del mismo emisor con una negociación elevada, bien porque exista el compromiso por parte de entidades financieras especializadas a dar contrapartida; y c) que el plazo de vencimiento o remanente de amortización del valor sea igual o inferior a 18 meses. La deuda pública negociada en mercados secundarios oficiales se presume que goza de elevada liquidez siempre que cumpla el último requisito anterior.

9. CREACION DEL MERCADO DE RENTA FIJA DE LA ASOCIACION DE INTERMEDIARIOS DE ACTIVOS FINANCIEROS

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (2), dispuso que la creación de los mercados secundarios organizados no oficiales de valores de ámbito nacional requeriría la previa autorización del ministro de Economía y Hacienda, y su funcionamiento debería adecuarse a los mismos principios exigidos por la citada ley para las bolsas de valores y para el mercado de deuda pública representada en anotaciones. Con este fin, la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) presentó la co-

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1991, págs. 31-32.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1988, págs. 61-62.

rrespondiente solicitud para promover la creación del primer mercado secundario organizado no oficial de renta fija, que ha autorizado el Ministerio de Economía y Hacienda mediante la publicación de una orden de 1 de agosto de 1991, con efectos desde el 13 de septiembre.

El mercado AIAF de renta fija se estructura en un área de negociación reservada a valores como los pagarés de empresa, bonos, obligaciones y títulos hipotecarios de cualquier tipo, y en otra circunscrita a los bonos matador, es decir, valores denominados en pesetas emitidos por no residentes. La razón de distinguir estas dos áreas es debido a la diferencia entre los agentes intervinientes, ya que en el caso de los bonos matador los emisores son siempre no residentes y los inversores suelen ser mayoritariamente extranjeros.

En cualquier caso, la actividad de contratación es desarrollada directamente por los miembros del mercado (en su mayoría bancos, cajas, y sociedades y agencias de valores) o a través de mediadores-brokers. No obstante, en el caso de los bonos matador, esta actividad es reforzada por los creadores de mercado que asumen riesgos, aportan liquidez al mercado y tienen la obligación de ofertar los mejores precios a los demás miembros. La actividad de compensación y liquidación para la renta fija se realizará por la sociedad Espaclear, mientras que las operaciones de bonos matador se podrán compensar y liquidar con las sociedades Cedel y Euroclear.

En otro orden de cosas, el control y supervisión del mercado AIAF de renta fija queda encomendado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores que, en el ejercicio de sus competencias, deberá recibir información periódica regular sobre el desarrollo y funcionamiento del mercado y realizar las inspecciones precisas para asegurar la buena marcha del mismo. Por último, cabe reseñar que los valores negociados en el mercado AIAF son aptos para las inversiones obligatorias de las Sociedades y Fondos de Inversión Mobiliaria, las cuales deben de cubrir al menos el 90 por 100 de su activo con determinados valores.

10. REGIMEN DE CONTRATACION EN EL MERCADO DE RENTA FIJA Y DE DEUDA PUBLICA ANOTADA DE LA BOLSA DE MADRID

Con la finalidad de impulsar la actividad con valores de renta fija en la Bolsa de Madrid, su Sociedad Rectora, ajustándose a los principios contenidos en la Ley 24/1988, de 28 de julio (1), del Mercado de Valores, ha establecido, mediante la *circular 6/1991, de 18 de septiembre de 1991*, las normas por las que se

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1988, págs. 61-62.

regulará un nuevo sistema de contratación bursátil de valores de renta fija y de deuda pública representada en anotaciones, que partiendo del mercado secundario oficial, ya existente, trata de dotarle de mayor eficacia y profundidad.

El nuevo modelo contempla la negociación continua de los valores de renta fija admitidos a cotización y posibilita tres formas o ámbitos de contratación de operaciones sobre un valor: *a)* el normal, mediante un mercado electrónico de órdenes; *b)* por bloques o negociación electrónica de órdenes significativas por su tamaño, que no se implantará en la etapa inicial; y *c)* operaciones especiales. Las operaciones especiales pueden ser a precio convenido, es decir, realizadas entre los miembros del mercado que, cerradas previamente, se comunican al sistema para su formalización, y aplicaciones, es decir, ejecutadas por un solo miembro del mercado como consecuencia de ofrecer contrapartida por cuenta propia o en virtud de órdenes de signo contrario sobre un mismo valor.

Por otro lado, respecto a los tipos de propuestas o posiciones compradoras o vendedoras introducidas por los operadores del mercado, se contemplan las siguientes: *a)* de mercado, que son las que se formulan a un precio fijo; *b)* todo o nada, que son las que se formulan con la condición de ser ejecutadas en su totalidad; *c)* de volúmenes mínimos, en las que se especifica el volumen mínimo que debe ser ejecutado; y *d)* para ejecutar o anular, que son ejecutadas por la cuantía para la que exista contrapartida. También se especifica la forma de adjudicación de las propuestas que se efectuará atendiendo, en primer lugar, al mejor precio y, en segundo lugar, al momento de introducción de las mismas.

Asimismo, en la circular se concreta la forma de establecer los precios en porcentajes sobre el nominal del valor a negociar y ex-cupón, pudiendo variar, como máximo en cada sesión, un 10 por 100 sobre el precio de cierre de la sesión anterior, considerando a éste el de la última negociación efectuada en cada mercado.

La supervisión del sistema queda a cargo de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, que tendrá facultad para cancelar operaciones, interrumpir la contratación de algún valor en determinadas circunstancias y paralizar la contratación cuando se acuerde la suspensión formal de la negociación.

11. ENTIDADES ASEGURADORAS Y DE PREVISION SOCIAL

La experiencia adquirida en los últimos años en la actividad del sector asegurador y la evolución más reciente del mercado inmobiliario aconsejaban introducir determinadas modificaciones en el reglamento de

Ordenación del Seguro Privado, aprobado por RD 1348/1985, de 1 de agosto (1) y en el reglamento de Entidades de Previsión Social, aprobado por RD 2615/1985, de 4 de diciembre (2). Tales modificaciones han sido introducidas por el *RD 1126/1991, de 28 de junio*, y están vigentes a partir del pasado 24 de julio.

Por un lado, respecto a la información periódica a suministrar a la Dirección General de Seguros (DGS), las entidades aseguradoras y de previsión social estaban obligadas a remitir, con periodicidad anual, información estadístico-contable referente al balance, cuenta de resultados en general y por ramos, margen de solvencia, fondo de garantía y cobertura de las provisiones técnicas. Ahora, las entidades aseguradoras deberán remitirla, además, con periodicidad trimestral y mensual, y las de previsión social con carácter trimestral, si se encuentran en alguna de las circunstancias siguientes: *a)* que hayan emitido en el ejercicio económico anterior un volumen de primas o cuotas superior a 500 millones de pesetas; *b)* que se encuentren sometidas a medidas cautelares o se les haya establecido expediente de disolución o revocación de la autorización administrativa; y *c)* que se encuentren en período de liquidación, salvo que la liquidación haya sido asumida por la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras.

Por otro lado, se han revisado los requisitos y las reglas de valoración de los inmuebles aptos para la cobertura de las provisiones técnicas de las entidades de seguro. En concreto, la novedad radica en que los bienes inmuebles deben ser tasados por los servicios técnicos de la DGS o por entidad autorizada con arreglo a las normas e instrucciones que en el futuro se fijen, mientras que en la anterior normativa la tasación se ceñía a las normas del mercado hipotecario. En cuanto a las reglas de valoración, los inmuebles habrán de computarse por su valor real con deducción, en su caso, del importe correspondiente a la parte del precio aplazada de pago y, si procede, del valor de las servidumbres, gravámenes y demás derechos limitativos de dominio, teniendo en cuenta la repercusión sobre el valor de los arrendamientos que pesen sobre ellos. El valor tasado podrá ser revisado al año desde que se efectuara la anterior tasación. En la anterior regulación se computaban por el valor real, determinado por la DGS o entidades autorizadas a tal fin, y era revisado como máximo cada cinco años. No obstante, se sigue manteniendo que la DGS podrá acordar de oficio, en cualquier momento, la revisión de tal valoración cuando estime que el importe de la misma supera su valor de mercado.

22-X-1991.

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1991, págs. 31-32.

(2) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1991», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1991, págs. 49-50.

Información del Banco de España

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

Situación al día 30 de septiembre de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	13,09	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO	12,75	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	12,25	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>12,93</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
COMERCIALES					
ABBEYCOR NACIONAL	14,82	-	-	-	-
ABEL MATUTES TORRES	14,48	29,86	27,00	29,86	27,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLANTICO	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
BANIF	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	12,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BILBAO MERCHANT	12,75	-	-	-	-
CAJA POSTAL DE AHORROS	12,50	23,21	22,00	23,88	22,00
CASTILLA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	26,25	24,00	(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	12,75	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	14,50	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE	15,53	28,82	-	28,82	-
CREDITO BALEAR	13,50	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO	14,20	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	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	29,86	27,00	(5,00)	-
EXPORTACION	12,75	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR INTERNACIONAL	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	13,50	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA BANCO DE CREDITO	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	-	-	-	-
GALICIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	13,09	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,10	27,69	26,00	(7,00)	0,00
HERRERO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	-	-	-	-	-

(Continuación) 2
Situación al día 30 de septiembre de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
IBERCORP	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,06	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	13,00	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	13,00	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	13,25	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	12,50	32,31	—	32,31	—
NATWEST ESPAÑA	13,00	30,60	27,00	29,85	27,00
PASTOR	13,10	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	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	13,65	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	15,59	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	—	—	—	—	—
UNIVERSAL	13,80	28,65	—	28,65	—
VALENCIA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,10	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	13,38	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,41</i>	<i>29,35</i>	<i>27,19</i>	<i>29,50</i>	<i>27,11</i>
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCOVAL	14,20	23,88	—	23,88	—
BANKINTER	11,25	32,30	29,00	(9,50)	—
BANKOIA	13,00	28,65	—	28,65	—
CATALA DE CREDIT	13,65	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	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	12,00	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO	13,65	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO	13,50	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	<i>13,61</i>	<i>29,51</i>	<i>27,50</i>	<i>29,41</i>	<i>27,38</i>

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	13,29	21,55	—	21,55	—
AMERICA	11,75	21,50	20,00	(4,00)	—
ARABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
BANKERS TRUST	13,75	22,00	—	22,00	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	12,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BRASIL	15,58	27,44	25,00	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	13,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	—	(3,08)	—
CITIBANK	14,00	25,00	—	30,00	—
COMMERCIALE ITALIANA	14,65	27,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE ..	13,10	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)
CREDIT LYONNAIS	14,75	23,88	22,00	(4,00)	—
CREDIT SUISSE	13,77	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO	13,50	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	14,75	24,37	—	24,37	—
DEUTSCHE BANK CREDIT S.A.	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER BANK	12,55	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITU SANTO Y COM. LISBOA ..	14,50	24,00	—	24,00	—
ESTADO SAO PAULO	12,00	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	9,84	27,44	—	27,44	—
FIRST INTERSTATE	15,00	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
FUJI BANK LIMITED	14,75	30,49	27,50	30,49	27,50
GB BANCO BELGA	15,00	24,32	23,00	(3,00)	—
INDOSUEZ	13,60	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	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	12,25	28,39	—	(2,02)	—
MIDLAND BANK	15,19	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI BANK	12,95	25,59	—	(2,00)	—
NETSUI TAIYO KOBE BANK	12,50	22,00	—	22,00	—
MORGAN GUARANTY	12,00	14,75	—	15,25	—
NACION ARGENTINA	15,50	24,36	22,00	(4,00)	—
NAPOLI	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NAT. WESTMINSTER BANK	13,00	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	13,75	31,10	29,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	13,92	25,06	—	19,25	—
PARIBAS	15,30	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	13,52	29,33	—	(4,07)	—
REAL	18,14	24,00	—	22,00	—
ROMA	14,93	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	13,75	28,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK	13,75	25,33	24,00	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	16,14	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	13,65	26,25	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
THE DAI - ICHI KANGYO BANK LTD. ..	12,75	28,07	—	(2,00)	—
THE TOKAI BANK. LTD.	14,00	21,00	—	21,00	—
TOKYO	16,20	24,32	—	(2,02)	—
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G.	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	14,10	25,33	23,95	24,92	24,71
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,67	27,98	26,42	28,55	26,89

(Continuación) 4
Situación al día 30 de septiembre de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	14,69	25,44	24,00	26,65	24,00
ALICANTE Y VALENCIA PROVINCIAL	13,75	27,44	25,00	27,44	25,00
ASTURIAS	13,00	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,00	25,06	-	25,06	-
BADAJOS	13,65	22,71	-	(4,00)	(4,00)
BALEARES	15,31	26,25	-	26,25	-
BILBAO VIZCAYA KUTXA	12,00	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	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
C. A. Y PENSIONES DE BARCELONA	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	-	23,88	-
CASTELLON	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CATALUÑA	13,52	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	13,00	21,00	20,00	(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	13,10	26,25	-	26,25	-
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,10	23,21	-	(5,09)	-
EXTREMADURA	9,52	23,21	-	23,88	-
GALICIA	12,00	26,56	25,00	(4,00)	-
GERONA	13,10	26,56	-	27,44	-
GRAL. AH. DE GRANADA	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	13,65	25,44	-	26,25	-
HUELVA Y SEVILLA	10,00	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	13,64	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGON	12,55	23,21	-	23,88	-
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	13,00	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	12,50	29,87	-	29,87	-
MANRESA	12,50	28,80	27,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	13,00	28,65	-	(8,00)	-
NAVARRA	14,75	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	13,65	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	14,25	26,56	-	27,44	-
RIOJA	15,86	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	13,37	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	-	28,65	-
SALAMANCA Y SORIA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	13,64	21,55	20,00	21,55	20,00

(Continuación) 5
Situación al día 30 de septiembre de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos, cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEVILLA SAN FERNANDO	13,25	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
TARRAGONA	13,00	25,00	—	(5,00)	(5,00)
TARRASA	14,00	26,84	—	26,84	—
TOLEDO	14,00	25,44	—	25,44	—
UNICAJA	13,00	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA	13,34	27,44	25,00	27,44	25,00
VIGO	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,01	27,44	—	(3,00)	—
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,32	25,42	23,76	26,07	24,03
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	13,75	21,00	—	(6,5)	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	12,50	32,31	—	32,31	—
BANCO HIPOTECARIO	13,75	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	15,31	18,81	18,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	13,82	23,28	19,00	25,78	18,00

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

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 11 de septiembre de 1991 (Ref. Int. CV 14/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11,90 % a 5 años, emisión de 16 de mayo de 1991. Subasta de octubre.
Instrucción de 11 de septiembre de 1991 (Ref. Int. CV 15/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 12 % a 3 años, emisión de 16 de mayo de 1991. Subasta de octubre.
Instrucción de 11 de septiembre de 1991 (Ref. Int. CV 16/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 12,25 % a 10 años, emisión de 25 de marzo de 1990. Subasta de octubre.
Instrucción de 23 de septiembre de 1991 (Ref. Int. CV 17/91)	Entidades gestoras de deuda del Estado en anotaciones. Devolución de las retenciones a cuenta de los rendimientos de capital, practicadas a los inversores no residentes en anotaciones.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de octubre de 1991

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0029	BANCO COMERCIAL ESPAÑOL, S.A.	14.10.91	Cambio de domicilio social a Gran Vía, 5.-28013 Madrid.
0211	BANCAJA, S.A.	24.10.91	Alta con domicilio social en Plaza de Colón, 2.-28046 Madrid, por transformación de la sociedad mediadora en el mercado de dinero IBERICA DE DESCUENTO, S.A.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1203	CASSA DI RISPARMIO DI VERONA, VICENZA, BELLUNO E ANCONA	01.10.91	Alta con domicilio social en Paseo de la Castellana, 60.-28046 Madrid.
1204	BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	23.10.91	Alta con domicilio social en Plaza de España, 18, Plta. 26, 5.º.-28008 Madrid.
SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO			
4006	IBERICA DE DESCUENTO, S.A.	24.10.91	Baja por cambio de objeto social y transformación a Bancaja, S.A.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
8320	FINANCIERA FINAVAL, S.A., E.F.	01.10.91	Cambio de domicilio social a Cardenal Marcelo Spínola, s/n., Bloque F-4.-28016 Madrid.
8331	BANESTO CONSUMO, S.A., E.F.	01.10.91	Cambio de domicilio social a Cardenal Marcelo Spínola, s/n., Bloque F-4.-28016 Madrid.
8764	PROGRESO DE FINANCIACIONES, S.A., S.F.	01.10.91	Cambio de domicilio social a Príncipe de Vergara, 131.-28002 Madrid.
8435	SOGEFIN CREDITO, S.A., E.F.	08.10.91	Cambio de domicilio social a Plaza de Cataluña, 20.-08002 Barcelona.
4398	GABINETE DE TASACIONES E-3, S.A.	16.10.91	Alta con domicilio social en Henao, 6, 1.º.-48009 Bilbao.
8336	EMECESA ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	21.10.91	Baja por cambio de objeto social.
4771	NATWEST MARCH LEASING, S.A.	23.10.91	Cambio de denominación social por NATWEST LEASING, S.A. SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4377	TASACIONES DEL SURESTE, S.A.	24.10.91	Cambio de domicilio social a Oñate, 18.-28020 Madrid.
8539	FILO CASTELLON, SOCIEDAD ANONIMA. ENTIDAD DE FINANCIACION	24.10.91	Baja por cambio de objeto social.

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.

IGNACIO HERNANDO Y JAVIER VALLES

INVERSION Y RESTRICCIONES FINANCIERAS: EVIDENCIA EN LAS EMPRESAS MANUFACTURERAS ESPAÑOLAS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9113

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

