

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

mayo 1992

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

	Página
La política monetaria en el marco de la Unión Europea	5
Evolución monetaria	9
Evolución reciente del crédito a familias en España	17
La Balanza de Pagos de España en 1991 y primer trimestre de 1992: datos y metodología	27
Concentración en el sector bancario español en el período 1980-1991	35
La calificación o «rating» de emisiones y emisores	43
El proceso de convergencia de precios y costes en las principales economías europeas	49
Información del Banco de España	69
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 30 de abril de 1992	70
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	75
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1992	76
Publicaciones recientes del Banco de España	77
Indicadores económicos	79
Artículos y publicaciones del Banco de España	127

La política monetaria en el marco de la Unión Europea

Intervención del Gobernador del Banco de España, D. Mariano Rubio, en las XIX Jornadas de INTERMONEY.

Desde la cumbre de Maastricht, la perspectiva de la Unión Europea constituye el punto de referencia obligado de las políticas económicas de todos los países que esperan participar en dicho proceso. Me gustaría, por ello, aprovechar la oportunidad que amablemente me brinda INTERMONEY para compartir con ustedes algunas reflexiones que se derivan del avance hacia la Unión Monetaria.

En el marco del proceso hacia esta Unión las políticas monetarias se están viendo ya afectadas, de un lado, por las transformaciones experimentadas recientemente por el Sistema Monetario Europeo, cuyo alcance no ha sido, en mi opinión, suficientemente sopesado; y, de otro, por el desarrollo institucional, que conducirá, a partir del uno de enero de 1994, a la creación y puesta en funcionamiento del Instituto Monetario Europeo, que conducirá, finalmente, al Banco Central Europeo. A estos dos temas, que condicionarán, sin duda, el desenvolvimiento futuro de la política monetaria española, voy a dedicar mi intervención.

* * *

El funcionamiento, durante los últimos años, del mecanismo cambiario del Sistema Monetario Europeo (SME) puede calificarse de muy favorable. De hecho, su éxito ha sorprendido, sin duda, a muchos economistas, que mostraron un gran escepticismo cuando nació. La fallida experiencia de su predecesor inmediato —la llamada Serpiente Monetaria Europea— hizo que, en 1979, pocos confiaran en la pervivencia de un acuerdo similar. En realidad, la historia del Sistema Monetario Europeo durante la primera mitad de los años ochenta fue sumamente azarosa: se produjeron numerosas situaciones de crisis que desembocaron en reajustes de las paridades.

Tras el cambio en la política económica francesa, en 1982 —que supuso la aceptación explícita por este país de las restricciones de política económica que emanaban del acuerdo cambiario del SME—, se produjo una evolución gradual del Sistema hacia una situación mucho más estable, que se fue consolidando en la segunda mitad de la década de los ochenta. Los reajustes se hicieron mucho menos frecuentes y aumentó progresivamente la confianza en la estabilidad de la parrilla de paridades. Se pasó de seis reajustes, en el período entre 1979 y 1982 (una media de uno y medio por año), a cinco reajustes, en el período entre 1983 y 1987 (una media de uno por año), y a ninguno desde 1988, si se exceptúa la modificación de la paridad central de la lira italiana, que acompañó el paso de esta moneda a la banda estrecha en enero de 1990.

En la actualidad, la confianza en el mantenimiento de las paridades constituye la característica más destacable del Sistema Monetario Europeo. El propio transcurso, de más de cinco años desde el último reajuste, es una de las causas principales de esta confianza, aunque debajo de ella subyacen también otros factores. Entre ellos, destacan: el propio proyecto de Unión Monetaria Europea, la convergencia de las tasas de inflación de los países miembros y la reducción de los desequilibrios corrientes intracomunitarios en los últimos años.

En última instancia, el aumento de la credibilidad del Sistema Monetario Europeo refleja el creciente convencimiento de que una tasa de inflación baja y estable es un requisito para un crecimiento sostenido del producto. La inmensa mayoría de gobiernos europeos ha llegado, en efecto, a la conclusión de que los intentos de recuperar la competitividad perdida mediante devaluaciones recurrentes del tipo de cambio no hacen sino perpetuar las diferencias en el crecimiento nominal de precios y rentas, al tiempo que erosionan los fundamentos de una asignación eficiente de recursos. La concepción dominante considera así, acertadamente, que sólo una política de moneda fuerte puede conducir a una recuperación de competitividad por la única vía sostenible: la estabilidad del nivel general de precios.

Al seguir esta orientación, los países, como España, con tasas de inflación relativamente altas han practicado políticas de tipos de interés elevados que han gozado de credibilidad, de forma que sus monedas han tendido a aproximarse al límite superior de la banda de fluctuación del tipo de cambio. En esta situación, los agentes participantes en los mercados no han juzgado probable ningún reajuste; éste, de haberse producido en la dirección a la que apuntaban las presiones del mercado, habría exacerbado los problemas de pérdida de competitividad.

Bajo estos condicionamientos, los movimientos de capital han mostrado una creciente tendencia a la «autorregulación». Cuando algunas monedas han alcanzado los límites bilaterales de fluctuación, los tipos de cambio se han mantenido, en general, dentro de la banda establecida, sin que fueran necesarias intervenciones cuantiosas de los respectivos bancos centrales. Los acuerdos de Nyborg-Basilea, de 1987, que introdujeron mejoras en el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo, principalmente en el terreno de las financiaciones de unos bancos centrales a otros, han contribuido también a estabilizar la actual parrilla de paridades.

La tendencia a un menor recurso a los reajustes vino acompañada, desde entonces, por la utilización flexible y combinada de tres instrumentos para contrarrestar eventuales tensiones cambiarias: los movimientos de los tipos de interés, los movimientos de

los tipos de cambio dentro de las bandas y las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de divisas.

Los países del SME han usado uno u otro instrumento, en distintos períodos y en diversa medida. Así, algunos países han optado por fijar estrictamente la evolución de su tipo de cambio frente al marco, y para ello han adaptado sus tipos de interés a los niveles y los movimientos de los tipos alemanes; otros han optado por aprovechar, en mayor medida, el margen que proporcionan las bandas de fluctuación para el movimiento del tipo de cambio, de acuerdo con los objetivos internos y, en algunas circunstancias, han recurrido a las intervenciones en los mercados de divisas para contrarrestar presiones especulativas.

La confianza en el mantenimiento de la parrilla de paridades ha traído consigo una convergencia significativa de los tipos de interés nominales, especialmente en los plazos más largos de la curva de rendimientos. Esta evolución ha tenido algunos efectos negativos, al reducir, en ocasiones, el margen de maniobra de las políticas monetarias de algunos países. Los países, como España, con tasas de inflación comparativamente más elevadas, al intentar imponer unas condiciones monetarias relativamente más duras, se han encontrado con presiones muy intensas hacia la apreciación del tipo de cambio, como consecuencia de la entrada de capitales atraídos por las expectativas de elevada rentabilidad.

Esta tendencia a la gradual desaparición de las posibilidades de practicar políticas monetarias diferenciadas —que se ha visto potenciada por la liberalización de los movimientos de capitales— es la inevitable contrapartida del avance hacia una creciente integración monetaria. Debemos, pues, ser conscientes de que el margen de maniobra de la política monetaria se reducirá aún más en el futuro, y de que otras ramas de la política económica —en particular, la política presupuestaria— deberán contribuir de manera creciente a la consecución de los objetivos internos.

Un aspecto del funcionamiento del Sistema Monetario Europeo, muy debatido a lo largo de su historia, es el de su mayor o menor asimetría. En mi opinión, aunque no puede negarse que la política monetaria alemana desempeña un papel central en la determinación del tono monetario agregado del área, constituye una simplificación excesiva definir el Sistema Monetario Europeo como una mera área del marco. Esta simplificación, que era más próxima a la realidad en los primeros años del Sistema, ha ido perdiendo realismo. La incorporación de nuevos países al mecanismo de cambios del SME ha ido reforzando la naturaleza multilateral del Sistema, aunque sólo sea como resultado de la pérdida de peso de la

economía alemana, que, pese a la unificación con la antigua República Democrática, ha pasado de representar el 32 % del PIB del SME, en 1988, al 25 %, en 1992.

Paralelamente, la creciente identificación de los países del SME con las políticas de moneda fuerte ha hecho cada vez menos necesario que Alemania arrastre al resto de los países hacia políticas monetarias más estrictas. El impacto de la unificación alemana se ha traducido, a su vez, en una mayor incertidumbre respecto a la evolución del marco alemán. Estos elementos, unidos a la perspectiva de una moneda única en un plazo de cinco a siete años, han ido acentuando los elementos de simetría en el Sistema Monetario Europeo. En la situación actual, el marco continúa desempeñando, sin duda, el papel de «ancla» del SME, pero su liderazgo es más matizado que en el pasado.

Aunque los tipos de interés alemanes siguen siendo los más bajos del Sistema, las diferencias que se mantenían con los de los restantes países se han reducido considerablemente. Este hecho refleja que otras monedas, diferentes del marco, están desempeñando, también, funciones estabilizadoras del Sistema y que los tipos de interés alemanes se están viendo afectados por la combinación de políticas empleada en Alemania para afrontar los problemas de la unificación, que atribuye un papel excesivo a la política monetaria.

* * *

Paso ahora a hacer algunos comentarios sobre el Instituto Monetario Europeo (IME). El tránsito desde el actual Sistema Monetario a una Unión Monetaria, con una política monetaria única, constituye el mayor reto para la Europa de finales de siglo. Tal cambio no puede, obviamente, producirse de manera brusca. Por ello, se decidió articular el proyecto de Unión Monetaria en tres etapas, que, gradualmente, conducirán hacia una sola moneda y una única política monetaria.

La segunda etapa, que comenzará el primero de enero de 1994 y durará, previsiblemente, entre tres y cinco años, constituye una fase de transición particularmente delicada. El dilema de dicha etapa procede de la necesidad de conciliar el reforzamiento de los lazos institucionales entre los bancos centrales, con el mantenimiento de la soberanía nacional en política monetaria, propio de la segunda etapa. La creación del Instituto Monetario Europeo, al inicio de 1994, pretende satisfacer ambos requerimientos, al configurarse como el foro de coordinación de políticas monetarias formalmente soberanas, pero enormemente interrelacionadas, que actuará de puente entre el actual Comité de Gobernadores y el futuro Banco Central Europeo.

No obstante, las pretensiones de los países partidarios de reforzar la coordinación de las políticas monetarias durante la transición se vieron frenadas por la resistencia de otros países, entre ellos Alemania, a cualquier transferencia de competencias con anterioridad al paso definitivo a la Unión Monetaria. De esta forma, el contenido de la posible coordinación va a estar constantemente supeditado a los intereses nacionales, en continuidad sustancial con lo que ha sido el funcionamiento actual de los mecanismos de coordinación.

El corto espacio de tiempo que queda hasta la instauración del Instituto Monetario Europeo ha aconsejado al Comité de Gobernadores iniciar los estudios para su establecimiento. Las tareas preparatorias se concentrarán en el reforzamiento de la coordinación de las políticas monetarias, en la preparación de los fundamentos técnicos precisos para instrumentar una política monetaria única desde el comienzo de la tercera etapa y en los pasos necesarios para la futura introducción del ecu como moneda única de la Comunidad.

La coordinación de las políticas monetarias de los países comunitarios constituirá, como acabo de mencionar, uno de los objetivos del Instituto Monetario Europeo. Para ello, se beneficiará de la experiencia adquirida por el Comité de Gobernadores, que ya realiza, en la actualidad, ejercicios de coordinación en la fijación de objetivos y de supervisión de la ejecución de las políticas monetarias. En dichos ejercicios, los bancos centrales de la Comunidad exponen sus intenciones de política monetaria y analizan su mutua compatibilidad. También se discuten, en su caso, las causas que subyacen a las desviaciones respecto a los objetivos y las medidas necesarias para corregir evoluciones no deseadas.

Esta práctica debería reforzarse, en la segunda etapa, mediante un mayor énfasis en la determinación del tono monetario agregado del área y de la política cambiaria conjunta frente a terceras divisas. También será necesario introducir algún procedimiento de consulta previa de aquellas medidas de política monetaria que incidan especialmente sobre el resto de los países, tal y como está previsto en el Estatuto del IME. Algunas de estas líneas de reforzamiento de la cooperación en el terreno monetario exigen un alto grado de independencia de los bancos centrales nacionales, según lo previsto en el Tratado de Maastricht, puesto que, en otro caso, difícilmente podrían éstos coordinar sus actuaciones.

El Instituto Monetario Europeo deberá prestar una gran atención al seguimiento del progreso en la convergencia de resultados macroeconómicos, ya que el procedimiento para la fijación irrevocable de las paridades acordado en Maastricht prevé la elaboración de dos informes sobre el grado de cumpli-

miento de los criterios de convergencia: uno es competencia de la Comisión Europea, y otro, de esta institución.

La segunda área que he señalado como prioritaria es la preparación de los fundamentos técnicos para la instrumentación de una política monetaria única en la Comunidad. El Banco Central Europeo deberá estar en condiciones de adoptar y ejecutar las decisiones referentes a la política monetaria de la Comunidad desde el primer día de la tercera etapa. Una tarea de tal magnitud y tal complejidad exige una cuidadosa preparación previa por parte del Instituto Monetario Europeo.

En primer lugar, los sistemas nacionales de liquidación y pagos de la Comunidad deberán ser compatibles entre sí y facilitar las conexiones necesarias para ejecutar las operaciones relacionadas con la instrumentación de la política monetaria con la mayor eficiencia, rapidez y seguridad posibles.

En segundo lugar, es vital que los bancos centrales nacionales dispongan de una adecuada red de conexiones informáticas que facilite una ejecución fluida de todas las tareas asignadas al Sistema Europeo de Bancos Centrales.

En tercer lugar, a la vez que se avanza en la armonización de los instrumentos de control monetario, deberán desarrollarse las funciones operativas del Instituto Monetario Europeo en la gestión de sus recursos propios y de las reservas exteriores que voluntariamente le encomienden algunos bancos centrales. Estas funciones, aunque posiblemente limitadas, suponen la puesta en funcionamiento de los aspectos operativos del IME, que, en la fase tercera, deberán dar paso a los departamentos correspondientes del Banco Central Europeo. También, deberán estudiarse todas las cuestiones relacionadas con la emisión de billetes denominados en ecus.

La futura introducción del ecu como moneda única de la Comunidad constituye la tercera área, en la que deben concentrarse los trabajos del Comité de Gobernadores y del IME en el curso de los próximos años. Por una parte, los países de la Comunidad se han comprometido a eliminar, en el curso de la segunda etapa, los obstáculos que limitan o impiden el uso del ecu, y el Instituto Monetario Europeo deberá velar por el cumplimiento de este compromiso.

En relación con el ecu privado, tienen especial importancia los aspectos relacionados con un adecuado funcionamiento de su sistema de pagos y liquidación, que antes he mencionado brevemente. Los instrumentos financieros denominados en ecus, emitidos por bancos privados, no tienen el respaldo, en forma de base monetaria emitida por un banco central, del que gozan los instrumentos emitidos en

el resto de las once monedas comunitarias. Tampoco existe un banco central que actúe plenamente como prestamista de última instancia, en el caso de que se presente un problema de liquidez. El crecimiento del mercado del ecu en la segunda fase de la Unión Monetaria exige mecanismos de apoyo institucional mucho más sólidos, y el Instituto Monetario Europeo es, lógicamente, la institución que debería encargarse de ordenar y dar seguridad al sistema de compensación y liquidación. En el umbral de la fijación de las paridades, ni los bancos centrales nacionales ni el Instituto Monetario Europeo pueden desentenderse de un mercado que, aunque privado, tendrá su continuidad —según lo acordado en Maastricht— en la moneda única europea, cuya reputación comenzará a gestarse, por tanto, mucho antes del inicio de la tercera etapa.

* * *

En fin, en el curso de los próximos años asistiremos a cambios profundos en la forma de conducir las políticas monetarias en la Comunidad. A nadie se le ocultan las dificultades de un proyecto tan ambicioso como la Unión Monetaria Europea. Sin embargo, estoy convencido de que se encontrará la solución más adecuada a los problemas técnicos que surjan. Ello será tanto más fácil cuanto más consciente se sea, al abordarlos, de los indudables beneficios que Europa obtendrá de su unificación monetaria.

22 de mayo de 1992.

Evolución monetaria

De acuerdo con la información disponible, de carácter provisional, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en abril un 7,7 %. Con ello, la evolución del agregado en el período diciembre-abril se situó en el 1 %, en tasa anualizada. Sin embargo, según viene señalándose desde que comenzó el año, la tasa acumulada desde diciembre está fuertemente distorsionada por los trasvases de fondos que se han producido desde activos incluidos en ALP hacia dos tipos de instrumentos no incluidos en la definición de este agregado. Por una parte, la deuda especial, con la que se efectuó el canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales, el 10 de enero, y, por otra, los valores del Estado a largo plazo, en los que los fondos de inversión han materializado una gran proporción de las participaciones captadas desde principios del año. Corregida de estos trasvases, la tasa acumulada de ALP desde diciembre se sitúa en el 6,3 %. A ello habría que añadir el desplazamiento de fondos que, en alguna medida, se puede estar produciendo desde depósitos en entidades residentes hacia instituciones no residentes, a raíz de la plena liberalización de los movimientos de capital el 1 de febrero y de cuya cuantía no se dispone aún de datos precisos.

Los pagarés de empresa en manos del público registraron en abril una sensible moderación del fuerte ritmo de crecimiento que venían experimentando desde enero y aumentaron sólo 8 mm, tras una va-

1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos mm	Variación intermensual (T _i) (%)				Variación acumulada desde DIC 1991 (%)		
		1992				1992		
		ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	55.086	-7,2 (-3,1)	6,0 (5,9)	7,7 (7,6) (a)	-4,5 (2,3)	-1,1 (3,5)	1,0 (4,5) (a)	
Disponibilidades líquidas (M3)	49.821	-12,3 (-8,0)	1,3 (1,3)	7,1 (7,0)	-8,2 (-1,0)	-5,1 (-0,2)	-2,2 (1,5)	
<i>Efectivo</i>	5.578	-14,1	3,8	15,4	4,8	4,5	7,1	
<i>Depósitos de la banca</i>	17.113	-0,4	5,4	3,3	-4,5	-1,3	-0,2	
<i>Depósitos de las cajas</i>	16.125	15,5	16,6	13,4	13,0	14,2	14,0	
<i>Resto (b)</i>	11.005	-56,7 (-45,2)	-22,9 (-21,7)	9,5 (8,9)	-45,1 (-23,8)	-38,6 (-23,1)	-29,0 (-16,1)	
Otros activos líquidos (c)	5.265	64,0	64,2	13,4	42,9	49,7	39,7	
PRO MEMORIA:								
ALP más pagarés de empresa (ALP2)	57.889	-4,0 (0,0)	6,8 (6,7)	7,5 (7,4)	-2,0 (4,6)	0,8 (5,3)	2,5 (5,8)	

Fuente: Banco de España.

(a) Entre paréntesis se indican las tasas que resultan de corregir el efecto del canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales por deuda especial.

(b) Cesión temporal de activos (tanto públicos como privados), participaciones de activos, empréstitos en el sistema bancario y depósitos en pesetas de entidades distintas a banca y cajas.

(c) Incluye empréstitos del Crédito Oficial y de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, pasivos por operaciones de seguro, transferencias no interbancarias de activos privados, letras endosadas, avales a pagarés de empresa y valores públicos, tanto del Estado como de otras Administraciones Públicas, mantenidos en firme por el sector privado.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11.

riación media mensual de 92 mm en el primer trimestre del año. De esta forma, el agregado ALP2 creció en abril un 7,5 % en tasa intermensual anualizada, con lo que la tasa acumulada desde diciembre se sitúa en el 2,5 %. Si se corrige de las perturbaciones financieras anteriormente mencionadas, la expansión de este agregado en los cuatro primeros meses del año alcanza el 7,5 %.

Los depósitos y otros pasivos computables de la banca privada registraron en abril un crecimiento moderado (5,7 %), tras la evolución negativa del primer trimestre (-4,4 %), asociada seguramente a un fuerte desplazamiento del ahorro financiero del público desde depósitos hacia participaciones en fondos de inversión, basado en las ventajas fiscales relativas de estos últimos y en la decidida campaña de comercialización de los fondos por la banca privada. Por el contrario, los depósitos de las cajas de ahorro registraron un fuerte crecimiento en abril (13,4 %), continuando así la tónica expansiva de los últimos meses.

Entre los restantes componentes de ALP, cabe destacar el aumento de 104 mm, en media mensual, de los valores del Estado, resultado de un incremento de los pagarés y las letras del Tesoro de 117 mm y

7 mm, respectivamente, y de una disminución de las cesiones de deuda de 19 mm. De esta forma, las entidades bancarias han colocado entre el público el exceso de pagarés del Tesoro de su cartera, provocado por la reducción de un nuevo tramo del coeficiente de inversión a finales de marzo, operación facilitada por la escasez de otros valores públicos en el mercado.

Por su parte, el efectivo en manos del público registró una tasa de variación negativa en abril (-2,7 %), con lo que el crecimiento desde diciembre se sitúa en el 17 %.

Según la información provisional de los avances sobre los balances de los bancos y de las cajas de ahorro, el crédito interno al sector de empresas y familias creció en abril un 7,2 %, con lo que la tasa acumulada desde que comenzó el año ha sido del 4 %. Si se amplía con los pagarés de empresa, el aumento de la financiación interna a empresas y familias desde diciembre se sitúa en el 5,7 %. Al interpretar estos datos, es preciso tener en cuenta el sesgo a la baja que incorporan, derivado de una mayor apelación a la financiación exterior directa, tras la plena liberalización de los movimientos de capital el 1 de febrero. Con los datos actualmente disponibles, se

2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento (%)			Variación acumulada desde DIC 1991 (%)		
	1992			1992			1992		
	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)
				T_1					
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
Crédito interno (a)	46.008	46.172	46.440	1,0	4,4	7,2	2,5	3,1	4,1
				T_{12}					
SERIES ORIGINALES:									
Crédito interno (a)	46.003	46.045	46.357	9,1	8,1	8,0			
Crédito	43.485	43.569	43.881	9,7	8,8	8,7			
<i>Banca</i>	23.789	23.692	23.831	15,7	14,2	14,0			
<i>Cajas</i>	11.646	11.789	11.934	10,9	11,0	11,2			
<i>Resto</i>	8.050	8.088	8.116	-6,1	-6,7	-7,2			
Valores y mercados monetarios	2.518	2.476	2.476	0,1	-2,5	-3,0			
PRO MEMORIA:									
Crédito interno más pagarés de empresa	48.749	48.841	49.160	9,5	8,7	8,5			

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye las transferencias de activos privados.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14. *Boletín Estadístico*, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8 y IX-9.

3. Tipos de interés (Ø)

	Plazo d = día m = mes a = año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1991	1992			ABR 1992		MAY 1992
		DIC	FEB	MAR	ABR	2ª dec	3ª dec	1ª dec
BANCO DE ESPAÑA:								
Subasta de CBE (a)	10 d	12,5	12,6	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Compras de CBE	1 d	12,6	12,6	12,4	12,5	—	12,5	12,4
Préstamos de regulación monetaria	1 d	—	—	12,8	—	—	—	—
TESORO:								
Subasta de letras (a)	3 m	12,2	—	11,8	—	—	—	—
	12 m	12,0	11,8	11,7	11,9	—	11,9	11,9
Subasta de bonos (a)	3 a	—	11,6	11,6	11,7	11,7	—	—
	5 a	—	11,4	11,2	11,4	11,4	—	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a	—	10,9	10,8	10,9	10,9	—	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d	12,6	12,6	12,4	12,1	12,1	12,1	12,2
	3 m	12,9	12,7	12,6	12,6	12,6	12,5	12,5
	6 m	12,9	12,7	12,5	12,6	12,5	12,5	12,5
Dobles con letras del Tesoro	1 d	11,7	11,8	11,7	11,1	10,5	10,8	11,7
	3 m	12,0	11,7	11,6	11,7	11,6	11,6	11,6
Dobles con pagarés del Tesoro	1 d	12,1	10,6	7,0	10,3	6,6	11,0	9,8
Letras del Tesoro a vencimiento	6-12 m	12,0	11,7	11,6	11,7	11,6	11,7	11,6
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a	10,2	10,1	10,0	—	—	—	—
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,2	10,3	10,2	—	—	—	—
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	15,8	15,9	15,8	—	—	—	—
<i>Preferencial</i>	3 m	13,5	13,4	13,3	13,3	—	—	—
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		—	—	—	—	—	—	—
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a	15,4	15,7	15,7	—	—	—	—
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a o más	11,9	11,3	11,3	11,3	11,2	11,3	11,3
Obligaciones eléctricas	2 a o más	12,2	11,9	11,6	11,6	11,7	11,6	11,7

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

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

estima que la tasa acumulada desde diciembre se elevaría en dos puntos si se añadiesen los créditos otorgados a este sector por entidades bancarias no residentes.

El crecimiento, acumulado hasta abril, del crédito interno concedido a las Administraciones Públicas fue del -6 %, cifra poco representativa de las necesidades de financiación de este sector, ya que una parte importante se cubrió con la colocación en las carteras de familias y empresas de deuda especial, bonos y obligaciones, instrumentos todos ellos no incluidos en el crédito interno. Si se consideran los fondos captados por el Estado mediante la colocación de estos valores, tanto en el público residente como en el no residente, la financiación obtenida en el primer cuatrimestre por las Administraciones Públicas alcanza el 18 %.

La contribución del sector exterior a la generación de liquidez en el mes de abril se estima que fue ligeramente expansiva. Las reservas centrales aumentaron en 763 millones de dólares, mientras que la posición corta de las entidades delegadas se incrementó en 370 millones, y los saldos de pesetas de no residentes en 37 mm.

A lo largo del mes de abril y en las dos primeras decenas de mayo, los mercados monetarios se han caracterizado por la estabilidad de los tipos de interés, tras la tendencia a la baja que registraron en los dos primeros meses del año y el repunte al alza en marzo. La superación de las incertidumbres asociadas a los condicionantes externos, como las elecciones en Gran Bretaña y la relativa estabilidad de los tipos de interés en Alemania, ha contribuido a consolidar las expectativas de mantenimiento de tipos.

El Banco de España no ha variado sus tipos de intervención. Así, las tres subastas de certificados del mes de abril y las dos realizadas en mayo se efectuaron al 12,40 %. Igualmente, las operaciones diarias para facilitar liquidez mediante adquisiciones de certificados y deuda pública se realizaron al 12,40 % y al 12,10 %, respectivamente. Durante la segunda y tercera decenas de abril, se apreciaron excesos de liquidez que se reflejaron en caídas del tipo interbancario a un día, hasta situarse cerca del 12 %. Ante esta situación, el Banco de España intervino drenando liquidez mediante la venta de certificados al 11 % y al 12 %. En las dos primeras decenas de mayo, la graduación cuidadosa llevada a cabo por el Banco de España en el suministro de liquidez al sistema ha situado los tipos diarios del mercado interbancario de depósitos en torno al 12,40 % y ha contribuido a moderar la suave tendencia a la baja que los tipos de interés de las operaciones a más largo plazo reiniciaron a mediados de abril.

Como consecuencia de todo ello, entre la tercera decena de marzo y la segunda de mayo, los tipos de

interés del mercado interbancario de depósitos se han elevado en 20 puntos básicos en las operaciones a un día, y han descendido en 5, 10, 15 y 18 puntos básicos en las correspondientes a los plazos de uno, tres, seis y doce meses, respectivamente. De esta forma, la curva de rendimientos por plazos muestra, en términos nominales, una pendiente ligeramente positiva hasta los tres meses, y suavemente negativa entre los tres y los doce.

En los mercados secundarios de deuda pública, los tipos negociados se han mantenido en niveles similares a los alcanzados en la última decena de marzo. Sin embargo, mientras que las operaciones a vencimiento con bonos a tres y cinco años y con obligaciones a diez años se efectuaron a tipos muy cercanos a los de emisión, en las operaciones con letras del Tesoro a vencimiento entre 6 y 12 meses, las rentabilidades negociadas han ocurrido en torno a 20 puntos básicos por debajo del marginal de las subastas, reflejando la escasez de papel en el mercado, que ha propiciado el mantenimiento de un diferencial en torno a un punto porcentual respecto al depósito interbancario a plazo similar.

4. Intervención del Banco de España

	1992		1992		ABR 1992		
	ABR	FEB	MAR	ABR	1ª dec	2ª dec	3ª dec
	Saldos				VARIACIONES ABSOLUTAS (a)		
Activos de caja	1.607	22	-111	-37	5	14	-2
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-5.946	91	-35	-90	-159	-29	113
Otros factores	6.341	-330	-244	825	262	363	382
Sector exterior	7.021	59	141	173	36	54	25
Crédito al sector público	2.290	1.582	1.703	2.290	190	441	-12
Cartera de letras del Tesoro	25	-398	-293	-16	-	-	-
Otros fondos públicos	246	-38	-18	-2	-	15	2
Certificados del BE (b)	-3.132	-	-4	-9	-	-	-
Cuentas diversas (b)	-109	-1.535	-1.772	-1.611	36	-147	368
Operaciones con las instituciones financieras	1.211	261	169	-772	-99	-320	-498
Préstamos de regulación monetaria (c)	1.125	92	-93	-668	-169	-282	-190
Cesiones temporales de deuda (b)	-154	200	275	-102	71	-38	-309
Otros	240	-30	-13	-2	-1	-	2
	NIVELES MEDIOS EN PORCENTAJES						
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,039	0,026	0,035	0,030	0,037	0,040
Bancos	...	0,054	0,037	0,052	0,046	0,047	0,061
Cajas	...	0,023	0,014	0,017	0,011	0,025	0,016

Fuente: Banco de España.

(a) Medias mensuales o decenales, según el calendario de cumplimiento del coeficiente de caja.

(b) Aumento (-).

(c) Incorpora subasta de préstamos, adquisición temporal de títulos y segunda ventanilla.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, y IX-22 a IX-26.

En el mercado primario de letras, el Tesoro ha practicado el mismo tipo marginal en las dos subastas de abril y la primera de mayo (11,91 %); sin embargo, la demanda de estos valores varió sustancialmente a lo largo del último mes y medio. Así, mientras que en la subasta del 10 de abril la suscripción fue de 206 mm, frente a los 292 mm que vencían, a pesar de la elevación de 0,2 puntos del tipo marginal, en la subasta del día 24, afianzadas las expectativas sobre mantenimiento de tipos, se llegaron a colocar 481 mm, lo que supuso un 198 % de renovación. En esta misma línea, en la subasta del 8 de mayo, la emisión alcanzó los 292 mm, frente a los 267 que vencían.

En cuanto al mercado de deuda a medio y largo plazo, en la emisión correspondiente a abril, cuya fase de subasta se celebró el día 2 de dicho mes, se produjo un descenso de la demanda. Las colocaciones fueron tan sólo de 30 mm y 85 mm, respectivamente, en los bonos a tres y cinco años, y de 76 mm en las obligaciones a diez años, a pesar de que el Tesoro aumentó en torno a 15 puntos básicos los tipos marginales —hasta situarlos en el 11,72 % para los bonos a tres años, en el 11,40 % para los bonos a cinco y en 10,91 % para las obligaciones—, alineándolos con los negociados en el mercado secundario. El volumen total colocado (191 mm) no cubrió las amortizaciones que se produjeron, por importe de 407 mm. En la subasta del 30 de abril, se recuperó la demanda de valores a medio y largo plazo, y los tipos no experimentaron ninguna variación. Así, en los bonos a tres y cinco años, se colocaron 119 mm y 149 mm, respectivamente, y se adjudicaron 104 mm de obligaciones. La publicación, a mediados de abril, del crecimiento del IPC en marzo (0,4 %), menor del esperado, junto al mantenimiento de los tipos de intervención del Banco de España, debió de contribuir a este resultado. El conocimiento del dato correspondiente al IPC de abril (-0,1 %) ha inducido un ligero descenso de los tipos negociados en el mercado secundario de deuda pública.

En los cuatro primeros meses del año, el Tesoro ha colocado fuera del Banco de España 1.317 mm de valores públicos, en términos netos efectivos. De ellos, 1.122 mm corresponden a bonos y obligaciones, 760 mm a letras del Tesoro y 693 a deuda especial. Simultáneamente, el saldo de pagarés del Tesoro se redujo en 1.022 mm. Esta abultada colocación neta de valores superó en unos 380 mm las necesidades netas de financiación del Estado; sin embargo, el recurso del Tesoro al Banco de España aumentó en 775 mm, como consecuencia de la amortización de la cartera de valores públicos del Banco por cerca de un billón de pesetas. Los no residentes aumentaron en abril su cartera de deuda pública en 70 mm, con lo que el incremento en los primeros cuatro meses del año alcanzó casi 400 mm. Cerca del 90 % de esta cantidad se materializó en bonos y obligaciones.

En el mercado secundario de pagarés del Tesoro, los tipos negociados experimentaron fuertes oscilaciones, pasando del 0 %, en torno al 20 de abril, hasta el 12 %, en los primeros días de mayo. Estas fluctuaciones han sido el reflejo de situaciones de escasez y exceso de pagarés, provocadas por una nueva reducción del coeficiente de inversión que tuvo lugar a finales de marzo, por el propio calendario del cumplimiento del coeficiente de inversión y por las variaciones de la demanda del público según la situación de la oferta de otros valores del Estado. Las emisiones especiales para la cobertura del coeficiente sumaron 5 mm entre abril y mayo.

En el mercado primario de pagarés de empresa, las rentabilidades negociadas aumentaron en torno a 10 puntos básicos a principios del mes de abril, manteniéndose desde entonces en torno al 12,30 %.

A lo largo de abril y en los días transcurridos de mayo, los tipos de cambio de las principales monedas han experimentado importantes variaciones en sus posiciones relativas. Así, en la primera quincena de abril, el dólar estadounidense se depreció frente a las divisas europeas, en parte como consecuencia de la reducción de 25 puntos básicos en el tipo de los fondos federales, decisión adoptada ante la modesta recuperación económica y la ausencia de tensiones inflacionistas. Sin embargo, en las dos últimas semanas del mes, se produjo una ligera apreciación del dólar frente al marco, debido a los efectos adversos que sobre la divisa alemana ejercieron distintos acontecimientos, como el incremento de la conflictividad laboral, el deterioro de la tasa de inflación y el persistente desbordamiento de los objetivos monetarios. Sin embargo, el tono de firmeza que continúan defendiendo las autoridades alemanas para la

5. Tipos de interés extranjeros (Z)

Medias mensuales

	1991		1992	
	DIC	FEB	MAR	ABR
EUROMERCADO A 3 MESES:				
Dólar	4,5	4,1	4,3	4,1
Franco suizo	7,9	7,1	8,1	8,5
Marco	9,3	9,3	9,4	9,6
Yen	6,3	5,1	4,9	4,6
Franco francés	9,8	9,8	9,9	9,9
Libra esterlina	10,6	10,2	10,5	10,5
ECU	10,4	10,1	10,1	10,0
Media ponderada (a)	7,4	7,3	7,5	7,5
Diferencial medio (b)	5,5	5,5	5,1	5,0

Fuente: Banco de España.

(a) Medias de los tipos de las siete monedas antes citadas, ponderadas por su participación en la deuda exterior española en diciembre del año anterior.

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

política monetaria, y que se manifestó en una ligera elevación de las operaciones de los tipos aplicados a los «repos» semanales, junto con ciertas expectativas de que la Reserva Federal pueda proceder, a corto plazo, a un nuevo recorte de los tipos de interés, hizo ganar posiciones al marco frente al dólar en los primeros veinte días de mayo. El resultado de estos movimientos fue que, a lo largo del mes de abril, el dólar se apreció un 0,6 % frente al marco, mientras que en mayo se depreció un 1,8 %.

Respecto al yen, el dólar se apreció un 0,4 % a lo largo de abril, movimiento favorecido por el recorte efectuado a principios de abril por el Banco de Japón en la tasa de descuento, cifrado en 75 puntos básicos. Sin embargo, en los primeros veinte días de ma-

yo se ha producido una apreciación del yen respecto al dólar en torno al 1,4 %, evolución en la que han incidido las intervenciones del Banco de Japón en favor de su moneda, el comunicado del G-7, tras su reunión de finales de abril, en el que manifestaron su apoyo explícito a la moneda nipona, y la tendencia al aumento del superávit comercial japonés.

Pese a la favorable evolución del marco frente al dólar desde el comienzo de mayo, la creciente incertidumbre sobre la situación económica alemana y el empeoramiento de las expectativas sobre la evolución de las economías de Europa Central y del Este debilitaron la posición del marco frente a las demás monedas integrantes del SME y, en especial, frente a la libra esterlina y al franco francés.

6. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en ABR 1992	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC anterior		
		1992			1992		
		FEB	MAR	ABR	FEB	MAR	ABR
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,65	2,6	2,6	-0,8	3,1	5,7	4,9
Yen	133,45	1,9	4,2	0,4	-0,7	3,5	3,9
Países desarrollados (b) (c)	65,68	2,1	2,6	-0,5	2,0	4,6	4,1
CEE (b) (c)	62,38	2,3	2,6	-1,0	2,7	5,4	4,3
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	61,97	2,3	2,6	-1,0	2,7	5,4	4,3
De la peseta frente a:							
Dólar	103,79	-1,7	-2,9	1,0	-1,4	-4,3	-3,4
Franco suizo	68,48	2,1	0,5	1,4	3,1	3,7	5,2
Marco	62,99	0,9	-0,4	0,2	1,6	1,1	1,3
Yen	77,78	0,2	1,1	1,4	-2,1	-1,0	0,4
Libra esterlina	182,30	0,1	»	-0,9	0,9	0,9	»
Franco francés	18,62	0,6	-0,7	-0,2	1,2	0,5	0,2
Países desarrollados (b) (c)	110,78	0,3	-0,7	0,2	0,6	-0,1	0,1
CEE (b) (c)	102,69	0,6	-0,4	-0,1	1,2	0,7	0,7
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	101,23	0,6	-0,4	-0,1	1,2	0,8	0,7
Principales acreedores (d) (e)	117,39	»	-0,9	0,9	0,1	-0,8	0,1
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	-1,3	-3,0	...	0,3	-2,7	...
Países desarrollados (b) (c)	131,17	0,6	-0,7	»	2,2	1,4	1,4
CEE (b) (c)	121,74	0,9	-0,4	-0,4	2,6	2,3	1,9
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	122,45	0,9	-0,3	-0,4	2,7	2,4	2,0

Fuente: Banco de España.

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: media 1985 = 100.

(d) Índice base: media 1980/82 = 100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 4].

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 21 a 23. *Boletín Estadístico*, cuadros XX-51 a XX-53.

La posición de la peseta en el SME ha registrado también cambios importantes a lo largo de abril y mayo. Así, en los primeros días de abril, la peseta y la libra esterlina volvieron a situarse en los límites de máxima apreciación y depreciación dentro del SME, siendo necesaria la intervención conjunta del Banco de España y del Banco de Inglaterra en los mercados de cambios. Sin embargo, tras las elecciones británicas, celebradas el 9 de abril, la libra comenzó a apreciarse, desapareciendo las tensiones con la peseta y cediendo su posición de moneda más débil dentro del sistema a la corona danesa. Esta evolución permitió al Banco de Inglaterra reducir en 0,5 puntos porcentuales su tipo básico, el 5 de mayo. Por otra parte, el día 6 de abril, el escudo portugués entró a formar parte del SME, con un tipo central de 87,60 escudos por marco y una banda de fluctuación del ± 6 %. Desde ese momento, la moneda portuguesa inició un proceso de apreciación que la ha situado, en los primeros días de mayo, como la moneda más fuerte del SME, reemplazando en esta posición a la peseta. La apreciación de la libra y del escudo ha proporcionado a la peseta una posición de cierta comodidad dentro de la banda de fluctuación del SME, ya que en la actualidad mantiene un margen de apreciación del 0,8 %, a pesar de la apreciación experimentada a lo largo de abril y mayo, cifrada en un 1,1 % frente al marco, en un 0,4 % frente al conjunto de monedas del SME y en un 3 % frente al dólar.

19-V-1992.

Evolución reciente del crédito a familias en España

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

El objetivo de este trabajo es el de ofrecer una perspectiva del crédito concedido a las familias (1) por las entidades crediticias en el período 1985-1991. En ese período, la evolución de esta variable ha registrado cambios importantes, cuyo punto de inflexión puede situarse en 1989. Por ello, el estudio se ha dividido en dos partes, en las que se analizan separadamente ambas fases y las particularidades determinantes de cada una de ellas.

Los años 1985 a 1989 se caracterizaron por unas elevadas tasas de crecimiento del crédito bancario concedido a familias, debido a la coincidencia de factores que supusieron la confluencia de una amplia demanda de fondos con unas entidades de crédito dispuestas a satisfacerla. Como consecuencia del crecimiento del crédito, el nivel de endeudamiento de las familias registró un fuerte aumento. Esto, unido a la desaceleración de la actividad económica a partir de finales de 1989, provocó la aparición de algunos problemas de morosidad, que han ido agravándose en el período más reciente.

Estos fenómenos pueden explicar la evolución de este mercado a partir de 1989, que se analiza en la segunda parte del trabajo, y que se caracterizó por unas tasas de crecimiento mucho más bajas, especialmente en el crédito para el consumo. A ello deben de haber contribuido también los límites administrativos establecidos a la financiación bancaria al sector privado y, probablemente, una actitud más cautelosa por parte de las entidades de crédito.

El trabajo se estructura como sigue: en el epígrafe 2, se recoge la evolución del crédito en el período 1985-1989, para analizar, a continuación, los factores que impulsaron su crecimiento. En el epígrafe 4, se examina la evolución del endeudamiento del sector familias y se compara con el nivel de otros países. En el epígrafe 5, se estudia el período 1989-1991, y, por último, se resumen las conclusiones principales del trabajo y se comentan brevemente las expectativas futuras de este mercado.

(1) La denominación «crédito a familias» comprende todos los créditos concedidos por entidades de crédito para la financiación de actividades no productivas, y no incluye, por tanto, la financiación concedida a empresarios individuales, que quedaría englobada en el «crédito a empresas». Solamente en el epígrafe 4, y al hablar del endeudamiento, el término «familias» incluye a los empresarios individuales.

2. LA FINANCIACION DE ENTIDADES DE CREDITO A FAMILIAS (1985-1989)

En el cuadro 1 se recoge la evolución del crédito concedido a empresas y familias por las entidades de crédito en el período analizado. En él se aprecia que durante dicho período se produjo un desplazamiento hacia los créditos a familias, con una tasa media de crecimiento anual del 23,8 %, muy por encima del 13,4 % que registraron los créditos para empresas. Esto se debió, principalmente, a la evolución del crédito concedido por los bancos, en los que predominó la financiación de las familias, con una tasa media, durante el período, del 36,8 %, frente a sólo un 8,5 % para las empresas. El aumento de la cuota de mercado de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado (sociedades de crédito hipotecario, leasing y financiación), en cuya cartera de créditos tienen un peso mucho mayor los dedicados a financiar a las familias, también favoreció el desplazamiento comentado.

El aumento del crédito concedido a empresas y familias en el período analizado fue de 14.324 mm. Casi un 37 % de este flujo se dirigió a financiar a familias, cuando en 1985 este tipo de financiación sólo suponía el 22 % del saldo total del crédito a empresas y familias. Como consecuencia de ello, su peso en la cartera de las entidades de crédito aumentó casi 7 puntos entre 1985 y 1989.

En el cuadro 2 se recoge la evolución de la financiación a familias, desglosándola por finalidades y entidades prestamistas. Como se puede observar, fue el crédito al consumo el que más contribuyó al crecimiento de este tipo de financiación, con una tasa de crecimiento y un aumento muy superiores a los del crédito-vivienda. A causa de ello, el peso de esta clase de créditos en el total de la financiación a empresas y familias aumentó de forma significativa, pasando de un 8 % del total, en 1985, al 13 %, en 1990. El crédito-vivienda, sin embargo, también registró aumentos notables, y creció a tasas superiores

1. Evolución del crédito a empresas y familias (1985-1991)

	Saldos (billones) Datos a diciembre			Tasas de crecimiento (a) en %	
	1985	1989	1991 (b) (c)	1989/1985	1991/1989
Sistema bancario	15,2	25,6	31,2	13,9	11,9
Financiación a familias	2,8	6,7	8,9	24,1	16,3
Financiación a empresas (d)	12,4	18,9	22,4	11,1	10,3
Bancos	10,7	16,5	19,4	11,5	9,6
Financiación a familias	0,8	2,8	3,6	36,8	16,1
Financiación a empresas (d)	9,9	13,7	15,8	8,5	8,3
Cajas de ahorro	4,0	8,3	10,8	20,0	16,0
Financiación a familias	1,8	3,6	4,7	18,9	16,5
Financiación a empresas (d)	2,2	4,7	6,1	20,9	15,7
Cooperativas de crédito	0,5	0,8	1,0	13,1	14,2
Financiación a familias	0,2	0,3	0,5	8,6	14,7
Financiación a empresas (d)	0,3	0,4	0,6	10,4	13,9
Crédito oficial	1,9	2,7	3,2	8,7	10,0
Financiación a familias	0,8	1,2	1,4	9,4	8,9
Financiación a empresas (d)	1,1	1,5	1,8	8,2	10,8
Entidades de crédito de ámbito operativo limitado	0,6	3,7	4,4	59,9	9,1
Financiación a familias	0,2	1,2	1,4	58,9	7,2
Financiación a empresas (d)	0,4	2,5	3,0	68,2	10,0
Total	17,8	32,1	38,7	15,9	11,4
Financiación a familias	3,9	9,1	11,5	23,8	14,2
De la que:					
Vivienda	2,5	4,8	6,6	18,6	19,7
Consumo	1,4	4,2	4,8	31,0	7,7
Financiación a empresas (d)	13,9	22,9	27,2	13,4	10,3

Fuentes: Banco de España, Memoria anual del Banco Hipotecario y estadísticas de la ASNEF.

- (a) En el período 1985-1989, la tasa es la media anual calculada sobre las cifras de diciembre. Durante 1989-1991, la tasa media se calcula comparando las cifras de septiembre de 1991 y diciembre de 1989.
- (b) Datos del mes de septiembre. Sólo hay datos para el sistema bancario. Para el resto de entidades, las cifras son estimaciones.
- (c) En septiembre de 1991 hay una discrepancia entre estos datos y los publicados en el Boletín Estadístico, como consecuencia de la reclasificación de la Caja Postal. No obstante, esa discrepancia no altera las conclusiones del estudio.
- (d) Incluiría también otras instituciones no lucrativas y el crédito sin clasificar.

2. Evolución del crédito a familias, por finalidades: desglose por instituciones

	Saldos (mm)			Tasas medias de crecimiento (a)	
	1985	1989	1991 (b) (c)	1989/1985	1991/1989
Consumo	1.418	4.176	4.758	31,0	7,7
Sistema bancario	1.247	3.234	3.784	26,9	9,4
<i>Bancos</i>	669	1.815	2.140	28,3	9,9
<i>Cajas</i>	509	1.298	1.508	26,4	8,9
<i>Cooperativas</i>	68	121	137	15,5	7,4
Entidades de crédito de ámbito operativo limitado	171	942	974	53,2	1,9
Vivienda	2.454	4.849	6.643	18,6	19,7
Sistema bancario	1.583	3.394	4.870	21,0	22,9
<i>Bancos</i>	113	873	1.373	66,7	29,5
<i>Cajas</i>	1.296	2.306	3.206	15,5	20,7
<i>Cooperativas</i>	174	215	291	5,4	18,9
Crédito Oficial	835	1.196	1.390	9,4	9,0
Entidades de crédito de ámbito operativo limitado	37	259	383	62,7	25,1

Fuentes: Banco de España, Memoria anual del Banco Hipotecario y estadísticas de la ASNEF.

(a) El procedimiento de cálculo es el mismo del cuadro 1.

(b) Datos del mes de septiembre. Sólo hay datos para el sistema bancario. Para el resto de entidades, las cifras son estimaciones.

(c) En septiembre de 1991 hay una discrepancia entre estos datos y los publicados en el Boletín Estadístico, como consecuencia de la reclasificación de la Caja Postal. No obstante, esa discrepancia no altera las conclusiones del estudio.

al crédito a empresas. En consecuencia, también incrementó su peso en el total de la financiación concedida a empresas y familias, pasando de un 13,8 % de la misma, en 1985, al 15,1 %, en 1989.

El cuadro 2 permite, asimismo, analizar las diferentes estrategias seguidas por las entidades en su política de penetración en el mercado de crédito a familias. En el caso de los bancos, se puede observar una estrategia decidida de expansión del crédito a familias, con intensidad especial en el mercado del crédito-vivienda, donde su participación en 1985 era marginal, con sólo un 4,6 % del mercado. Desde 1985, los bancos lograron incrementar su cuota en este mercado en más de 13 puntos, alcanzando en 1989 un 18 % del mismo. En cuanto al mercado del crédito al consumo, mantuvieron una posición dominante, con una cuota superior al 40 %.

Por su parte, las cajas de ahorro parecieron centrar sus esfuerzos en la financiación de empresas, por lo que registraron un retroceso en los mercados de crédito a familias, más acusado en el crédito al consumo que en la financiación de vivienda (2).

A su vez, las tasas de crecimiento de la financiación concedida por las entidades de crédito de ámbito operativo limitado fueron las más elevadas. Gracias a ello, registraron importantes ganancias de cuota en ambos mercados: de más de 10 puntos en

el mercado de crédito al consumo, hasta llegar, en 1989, al 22,6 % de la totalidad del crédito, y de casi 4 puntos en el crédito a la vivienda, donde alcanzaron el 5,3 % del total.

En cuanto al crédito oficial (3), perdió casi 10 puntos de su cuota en el mercado del crédito-vivienda, pasando de un 34 % del total, en 1985, al 25 %, en 1989, debido al escaso crecimiento del crédito para viviendas de protección oficial.

3. FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCION DEL CREDITO A FAMILIAS EN EL PERIODO 1985-1989

El factor principal del extraordinario desarrollo del crédito a familias entre 1985 y 1989 fue la reactivación económica de ese período, que hizo crecer las rentas de este sector, mejoró notablemente las expectativas de ingresos futuros y elevó el valor de sus propiedades mobiliarias e inmobiliarias. Esto favoreció el aumento del gasto y la capacidad y disposición para endeudarse, lo que hizo que la demanda de crédito de este sector experimentara un fuerte auge.

Por su parte, las entidades crediticias veían el mercado de crédito a familias con un gran interés, y se mostraron dispuestas a cubrir esa mayor demanda de créditos, alentándola, incluso, con intensas campañas publicitarias.

(2) Las cifras de crédito hipotecario de las cajas están afectadas por los créditos hipotecarios adscritos a la actividad de seguro. No obstante, y aun teniendo en cuenta ese factor, se produjo una pérdida de cuota en el mercado del crédito-vivienda.

(3) Sólo el crédito-vivienda del Banco Hipotecario se considera financiación a familias. El resto del crédito oficial se clasifica como crédito a empresas.

Esta estrategia, centrada en la financiación de las familias y en detrimento de las empresas, ha estado influenciada por factores de muy variada índole, que se analizan a continuación.

El primer factor por el que los bancos, en especial, y las cajas de ahorro (4), en menor medida, empezaron a centrar sus esfuerzos en la promoción del crédito a familias fue su mayor rentabilidad frente a los créditos a empresas, ya que, en un entorno de mayor competencia y con presiones al alza de los costes financieros, el desplazamiento de la actividad hacia este segmento es una manera eficaz de combatir la caída de los márgenes.

En el caso de los créditos sin garantía hipotecaria, esta mayor rentabilidad se obtiene por la vía de unos tipos de interés superiores a los de las operaciones con sociedades y cooperativas, que originan que los rendimientos medios, y, por tanto, los márgenes de las operaciones con las familias, sean más elevados que los márgenes con las empresas (5) (véase gráfico 1).

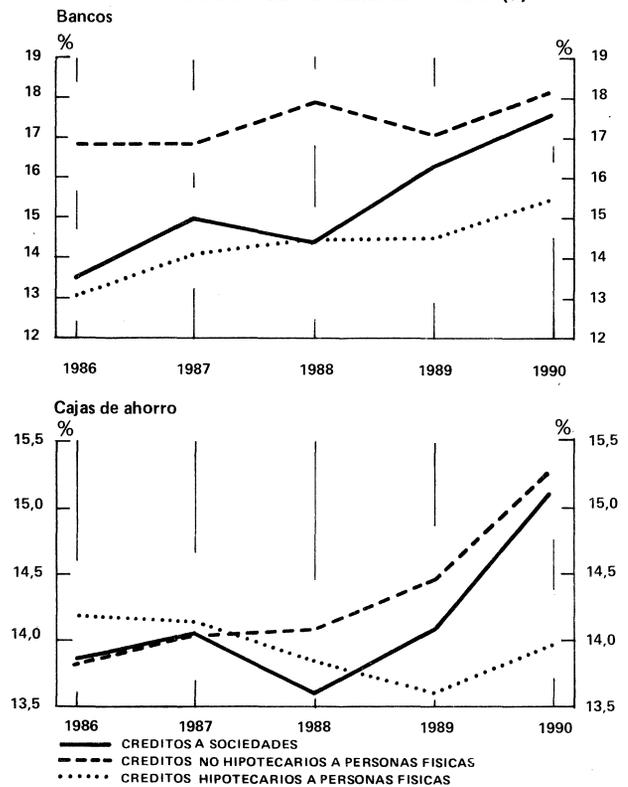
En cuanto a los créditos hipotecarios, el tipo de interés medio de los créditos es inferior, en general, al de las operaciones con empresas, y no es suficiente para explicar la preferencia de las entidades por estas operaciones. A este respecto, hay que tener en cuenta otros factores adicionales, como su índice de morosidad, menor que el resto de la inversión crediticia (véase cuadro 3), las menores exigencias de dotaciones, si existe garantía hipotecaria suficiente, y el menor coeficiente de recursos propios que soportan (el 3,75 %, frente al 7,5 % de los restantes créditos). Por todo ello, aunque el tipo de interés medio aplicado a estos créditos resulte menor, su rentabilidad final, teniendo en cuenta esas ventajas adicionales, puede situarse en niveles cercanos o superiores a los del crédito al consumo.

Otra de las causas que están provocando el desplazamiento de la actividad bancaria hacia el mercado minorista es el proceso de desintermediación. El desarrollo de los mercados de pagarés de empresa y de renta fija posibilita a las empresas más importantes un acceso directo a la financiación y en mejores condiciones que a través del crédito bancario. Por su parte, la entidad bancaria, ejerciendo un papel de intermediario, puede conseguir ingresos por comisiones sin asumir un riesgo que le supone consumo de recursos propios —en muchos casos, a cambio de unos márgenes estrechos—, ya que estas grandes compañías tienen un mayor poder de negociación.

(4) Las cajas de ahorro ya partían de una fuerte posición en este mercado, con anterioridad a 1985.

(5) A ello se suma, en los primeros años del período analizado, una morosidad muy reducida en este tipo de operaciones. Pero tal situación ha cambiado notablemente en los últimos meses.

1. Evolución del rendimiento medio (a)



Fuente: Banco de España.

(a) El rendimiento medio se obtiene dividiendo el saldo de la cuenta de resultados por el saldo medio del balance para cada epígrafe.

Ambos factores favorecen la disminución de este tipo de operaciones de los balances bancarios, en favor del crédito a particulares.

Por último, y ante la proximidad del establecimiento del mercado único europeo, la amenaza de la competencia exterior se ha convertido en un nuevo factor favorecedor del desarrollo de estas operaciones. En efecto, este tipo de crédito tiene unas características especiales, que lo distinguen del crédito a empresas: la cercanía es un factor fundamental a la hora de elegir la entidad con la que se trabaja. Por ello, es indispensable la existencia de una amplia red de distribución, y una entidad extranjera que quiera competir tendrá que abordar la apertura de un cierto número de sucursales, lo que siempre supone elevados costes. Las entidades bancarias españolas, que cuentan con esa red, tratarían, pues, de asegurarse una posición dominante en el mercado del crédito a familias, antes de que la irrupción de entidades extranjeras fuera posible. Esta posición dominante en el mercado dificultaría aún más la entrada de nuevos competidores; en primer lugar, por el alto grado de fidelidad del cliente español (al parecer, existe un elevado grado de satisfacción entre la clientela que ha solicitado un préstamo), y, en segundo lugar, por-

3. Evolución de la morosidad de empresas y familias En porcentaje de la inversión crediticia (a)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991 (b)
BANCOS:						
Morosos empresas y familias	4,0	3,5	2,5	2,3	3,1	3,9
Sociedades y cooperativas	2,9	2,8	2,3	2,0	2,6	3,3
Personas físicas con garantía hipotecaria (c)	4,5	2,9	2,7	1,7	2,3	3,6
Personas físicas sin garantía hipotecaria	6,1	5,6	3,4	3,7	5,1	6,4
CAJAS DE AHORRO:						
Morosos empresas y familias	5,1	4,1	4,3	3,9	4,6	5,4
Sociedades y cooperativas	6,1	4,7	4,6	3,8	5,4	6,7
Personas físicas con garantía hipotecaria (c)	2,3	1,6	2,1	1,7	1,6	1,9
Personas físicas sin garantía hipotecaria	7,2	5,7	5,7	5,8	7,6	8,1

Fuente: Banco de España.

(a) Para cada epígrafe se ha calculado el cociente entre el saldo de morosos y el total inversión.

(b) Datos de septiembre.

(c) Se ha supuesto que todos los créditos-vivienda tienen garantía hipotecaria, y el resto de la financiación a personas físicas es con garantía personal.

que la concesión de un crédito establece una relación más duradera, que posibilita el ofrecer otros servicios (domiciliación de nóminas, por ejemplo) a cambio de mejoras en las condiciones de los préstamos. Así se consigue una mayor dependencia del cliente respecto a la entidad bancaria.

Una encuesta sobre la actitud y el comportamiento bancario de los españoles, realizada por la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social (FIES) en febrero de 1990, pone de manifiesto las características comentadas: la cercanía de la oficina es el motivo principal de elección del banco con que se opera, en un 37 % de los casos; la domiciliación de la nómina ocupa el segundo lugar, con un 35 %; el índice de fidelidad del cliente español es muy alto —sólo un 20 % ha roto su relación con la entidad con que trabajaba—; y, por último, un 83% de los entrevistados que habían pedido un crédito estaba satisfecho de la operación (6).

4. EVOLUCION DEL ENDEUDAMIENTO Y LA CARGA FINANCIERA DEL SECTOR FAMILIAS: COMPARACION INTERNACIONAL

La consecuencia directa de la expansión del crédito a particulares en el período analizado fue un aumento del nivel de endeudamiento del sector familias y también de la carga financiera (7) (pagos por intereses y amortización) soportada por el mismo.

(6) Véase «El cliente: nuevo centro de la estrategia bancaria», Francisco Alvira Martín y José García López, *Papeles de Economía Española*, nº 43, abril-junio 1990.

(7) En el cálculo de la carga financiera sólo se ha tenido en cuenta la financiación concedida para actividades no productivas, excluyendo del cálculo la financiación concedida a empresarios individuales.

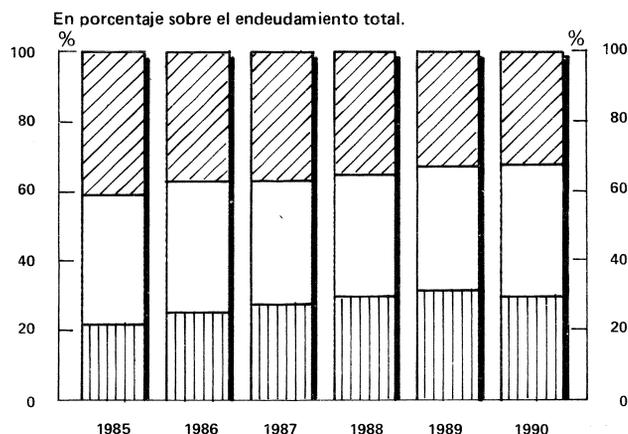
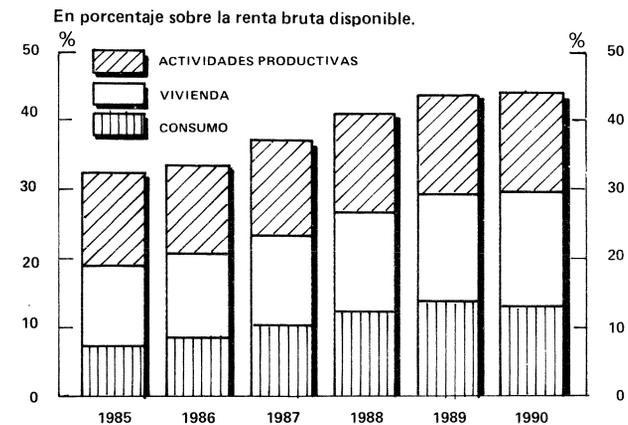
La medida más común del endeudamiento del sector familias (8) es la ratio de la deuda total sobre la renta disponible, si bien su uso presenta algunos problemas (9). En primer lugar, la inclusión dentro de la deuda total de los créditos hipotecarios dificulta la interpretación de la ratio, ya que éstos suelen ser créditos de elevado importe y dilatados plazos de amortización. En consecuencia, la carga financiera que se soporta en cada período, en relación con el importe del crédito, es mucho menor que en otro tipo de créditos. Así, se ha hecho una estimación de la evolución de la carga financiera soportada por el sector familias y se ha comparado con la evolución de su renta disponible, en un intento de evaluar qué parte de los ingresos de las familias ha de ser destinada al pago de las deudas contraídas. Este método también presenta inconvenientes, pues hay que hacer una serie de supuestos sobre los tipos de interés y el vencimiento medio de los créditos concedidos. Existe, finalmente, el problema derivado de considerar la renta disponible como única fuente de fondos de las familias, cuando éstas tienen una riqueza acumulada que pueden utilizar para hacer frente a las cargas financieras. Por eso, se analiza también la evolución de la ratio de endeudamiento con respecto a los activos financieros totales.

En el gráfico 2, se presenta la evolución del endeudamiento del sector familias (medido en porcentaje sobre la renta bruta disponible). Como puede

(8) El concepto de endeudamiento de las familias utilizado en este apartado sólo incluye los créditos, en sentido estricto, concedidos por instituciones de crédito residentes. En el caso de las empresas no financieras, incluye también los valores a corto plazo, las obligaciones y el crédito del resto de mundo.

(9) Una explicación más detallada de este problema se encuentra en el artículo «Payment of Household Debts», *Federal Reserve Quarterly Bulletin*, abril 1991.

2. Sector familias Endeudamiento por finalidades



Fuentes: Banco Hipotecario, Asociación Nacional de Entidades de Financiación y Banco de España.

observarse, fueron los créditos para actividades no productivas, y, dentro de éstos, el crédito al consumo, los que contribuyeron en mayor medida al aumento del endeudamiento del sector, que ha crecido, en el período analizado, a tasas muy superiores a las de la renta bruta disponible, pasando de un 32,5 % de la misma, en 1985, al 44 %, en 1989.

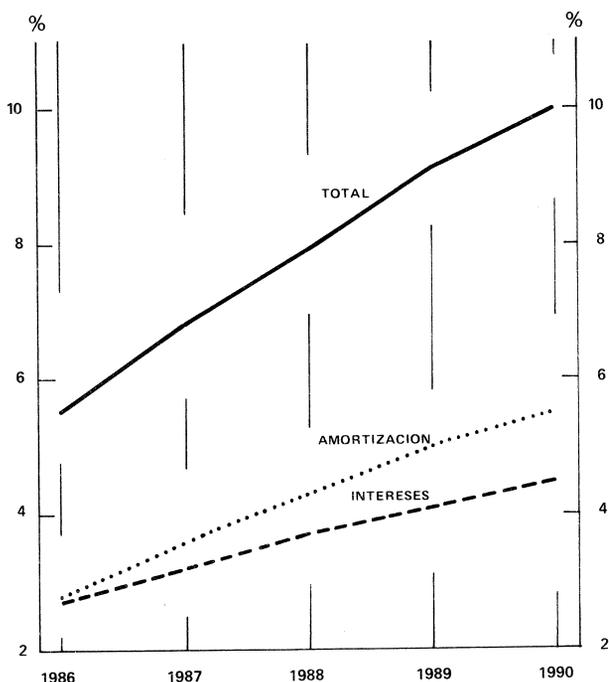
En la evolución del endeudamiento en estos últimos años, hay dos hechos que contribuyen a empeorar sus efectos sobre la carga financiera: en primer lugar, los altos tipos de interés vigentes durante el período estudiado, y, en segundo lugar, el predominio del crédito al consumo, cuyo peso en relación con la renta disponible bruta aumentó en casi 7 puntos, frente a 3,8 puntos de la vivienda. Este último factor contribuye a hacer mayor la carga financiera de la deuda, ya que el crédito al consumo suele tener plazos de vencimiento más cortos y, por tanto, las cuotas de amortización son más altas. Así, para un

nivel de deuda determinado, los pagos anuales derivados de ella serán más elevados y supondrán un mayor esfuerzo para el sector familias.

En un intento de medir la evolución de la carga financiera del sector familias, se ha elaborado el gráfico 3, donde se compara una estimación del volumen total de pagos (tanto por amortización como por intereses) que produce la deuda contraída con la evolución de la renta bruta disponible. Como se puede ver, el rápido incremento del endeudamiento, su mayor concentración en los plazos más cortos y los elevados tipos de interés hicieron que la carga financiera del crédito concedido a particulares casi se duplicara en el período, pasando del 5,5 % de la renta disponible, en 1985, al 9,1 %, en 1989.

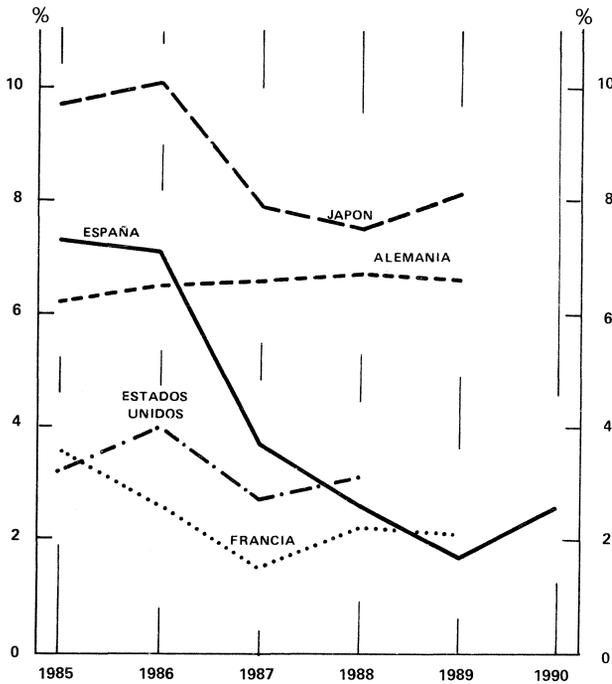
El aumento del endeudamiento —dirigido, en gran medida, a financiar gastos de consumo— y la preferencia por materializar la riqueza en activos inmobiliarios ha producido una reducción del ahorro financiero neto generado por el sector familias —es decir, de la diferencia entre los flujos de activos y de pasivos financieros—, según se observa en el gráfico 4. Esta evolución contrasta con la de otros países desarrollados, y ha situado a España, que partía de uno de los

3. Carga financiera del sector familias En porcentaje de la renta bruta disponible



Fuentes: Banco Hipotecario, Asociación Nacional de Entidades de Financiación y Banco de España.

4. Evolución del ahorro financiero En porcentaje del PIB



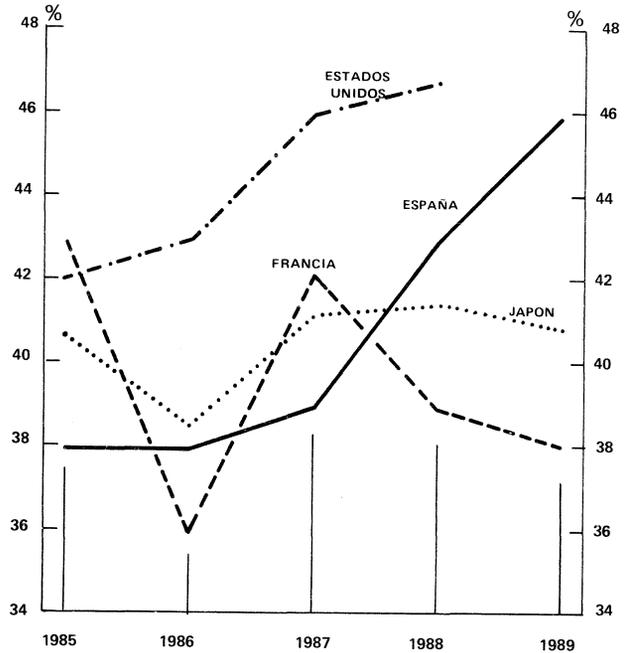
Fuente: Cuentas financieras de la OCDE.

más altos niveles de ahorro financiero neto, por debajo de los restantes países considerados.

El aumento de endeudamiento también afectó a la estructura de activos y pasivos del sector familias, como se puede observar en el gráfico 5, que recoge la evolución del porcentaje que representa la deuda total sobre los activos financieros realizables. A partir del año 1987, se inicia un proceso de rápido incremento en esta ratio. Hasta entonces, y fundamentalmente por el aumento de riqueza financiera, como consecuencia, en gran medida, de la subida de cotizaciones de la bolsa, dicha ratio se había mostrado estable, a pesar del aumento del endeudamiento. Esta evolución posterior a 1987 indica un deterioro de la solvencia, aunque sólo en relación con la riqueza financiera, ya que no incluye otros componentes del patrimonio del sector familias, como los inmuebles. Por ello, la ratio de endeudamiento con respecto a la riqueza total podrá haber experimentado una mejora, ya que es seguro que el patrimonio inmobiliario habrá registrado grandes aumentos de valor.

No obstante, el crecimiento de la riqueza inmobiliaria frente a la riqueza mantenida en activos financieros puede plantear problemas de liquidez. En este sentido, es importante señalar cómo, a partir de

5. Ratio deuda total/activos financieros realizables (a) Sector familias



Fuentes: OCDE y Banco de España.

(a) Los activos incluyen: efectivo, depósitos, títulos a corto plazo, obligaciones, acciones y créditos a corto plazo.

1987, la ratio deuda/activos financieros en España supera a las de otros países y alcanza en 1989 un nivel cercano al de Estados Unidos, donde se han presentado serios problemas de liquidez en el sector familias.

Por otra parte, y como ya se ha comentado, en España el componente que más ha contribuido al endeudamiento ha sido el crédito al consumo, con menores plazos de vencimiento y, por tanto, con una mayor carga financiera anual. En el resto de los países considerados, el crecimiento del mismo ha sido mucho más moderado, como se ve en el cuadro 4. Esta concentración del endeudamiento de las familias españolas en los plazos más cortos hace que, para un mismo nivel de deuda, los pagos derivados de las cuotas de amortización sean mayores, por lo que los problemas de liquidez podrían presentarse para niveles de endeudamiento más bajos que en otros países.

5. LA FINANCIACION DE ENTIDADES DE CREDITO A FAMILIAS (1989-1991)

Después de la gran expansión del crédito a familias en el período 1985-1989, a partir de ese año se

4. Crédito al consumo: comparación internacional

	En %, sobre crédito a empresas y familias				En %, sobre disponible del sector familias			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
España (a) (b) (c)	10,8	12,3	13,0	12,6	10,1	12,2	13,7	13,0
Francia (b) (c)	—	2,2	—	6,0	—	2,7	—	8,5
Alemania (b) (c)	—	11,8	—	11,0	—	16,2	—	17,4
Italia (a) (b) (c)	3,2	—	6,5	6,4	2,3	—	3,4	3,5
Japón (b) (c)	—	5,2	—	—	—	9,0	—	—
Reino Unido (d)	8,8	—	—	7,6	15,2	—	—	14,4
EEUU (a) (b) (e)	—	19,3	19,8	19,8	20,8	20,6	20,5	20,4

Fuentes: Banco de España, ASNEF, Banco Hipotecario, OCDE, FMI y Federal Reserve.

(a) En el crédito al consumo se incluyen los créditos para la mejora del hogar.

(b) No se incluyen en ninguno de los dos bloques los créditos concedidos por compañías de seguros.

(c) No se incluyen en ninguno de los dos bloques los créditos concedidos por entidades no financieras.

(d) Para el cálculo del porcentaje del crédito al sector privado, se han excluido los créditos de compañías de seguros y entidades no financieras.

(e) Para el cálculo del porcentaje del crédito al sector privado, se han excluido los créditos concedidos por entidades no financieras.

produjo un cambio radical en la evolución de este mercado. El proceso de desplazamiento del crédito hacia la financiación de las familias perdió intensidad bruscamente; esta desaceleración se concentró en los agentes que hasta entonces se habían mostrado más activos: bancos y entidades de crédito de ámbito operativo limitado. Por ello, en los casi dos años transcurridos desde 1989, el crédito a familias sólo incrementó en 1,3 puntos su peso en el crédito total a las familias y las empresas.

Como puede observarse en el cuadro 2, fue el crédito al consumo —y, en especial, el concedido por las entidades de crédito de ámbito operativo limitado— el que más acusó el cambio en las condiciones del mercado. La brusca interrupción del proceso de crecimiento de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, que también afectó, aunque en menor medida, al crédito para vivienda, tiene varias explicaciones: entre ellas, la propia maduración del proceso de desarrollo de estas entidades, que en 1985 partían de unos niveles de actividad muy bajos. Sin embargo, existieron, además, otros factores: así, por ejemplo, la desaceleración económica tuvo un impacto muy negativo en la compra de automóviles, con lo que se vieron más afectadas las entidades de financiación (10), en especial las financieras de «marca». También pudo influir la paulatina equiparación de los coeficientes legales de estas entidades a los soportados por bancos y cajas de ahorro, lo que supuso la eliminación de los alicientes que en el pasado existían para realizar operaciones con las entidades de crédito de ámbito operativo limitado, especialmente en los casos de entidades pertenecientes a grupos bancarios.

El crédito para vivienda, por su parte, ha registrado una expansión sostenida, relacionada con el aumento en el nivel de riesgo de insolvencia en los créditos a particulares sin garantía hipotecaria. A lo largo del período reciente, se ha producido, por tanto, un aumento de peso de la financiación de vivienda frente a la financiación del consumo.

Este cambio brusco en la evolución del crédito a particulares ha sido provocado por una alteración de la conjunción de factores favorables de demanda y oferta del período anterior.

Por el lado de la demanda de crédito, la desaceleración del crecimiento económico a partir de 1989, unida al aumento del endeudamiento del sector familias, ha provocado una caída en el gasto del sector, y, por tanto, una desaceleración de la demanda de financiación. El menor crecimiento económico rompió las expectativas de crecimiento de rentas que se tenían cuando se tomó la decisión de endeudarse, y ello produjo un desfase entre el aumento de los ingresos y la carga financiera (11), que tuvo un impacto negativo indudable en el gasto de las familias. Por el lado de la oferta, y hasta finales de 1990, las restricciones crediticias aplicadas por la autoridad monetaria alteraron significativamente la evolución del mercado. Además, en los últimos meses, la morosidad creciente del crédito al consumo está afectando, sin duda, a la oferta de este tipo de crédito por las entidades.

Como ya se ha comentado, el rápido incremento del nivel de deuda y la desaceleración del crecimiento

(10) En 1989, casi el 88 % del crédito concedido por estas entidades tenía como finalidad la compra de automóviles.

(11) Este problema se habrá visto agravado por la forma de pago de algunos créditos, en especial los de automóviles, con cuotas crecientes cada año.

económico pueden estar produciendo un problema de liquidez en el sector familias —la solvencia aún estaría garantizada por el aumento del patrimonio inmobiliario en los últimos años—, que podría estar provocando dificultades en los pagos por las deudas contraídas. En efecto, los índices de morosidad de los créditos concedidos a particulares con garantía personal han crecido muy rápidamente en los últimos meses y están teniendo una influencia significativa en el aumento de la morosidad total (cuadro 3). Sin duda, el factor principal de esta evolución son los problemas de iliquidez comentados, pero también puede haber influido un exceso de confianza por parte de las entidades crediticias en la etapa precedente, al anteponer el objetivo de ganancia de mercado al de seguridad de la inversión.

Las entidades, al aumentar el riesgo de insolvencia, estarían exigiendo, actualmente, unas mayores garantías al deudor, o endureciendo las condiciones de los tipos de interés, a fin de compensar así las posibles pérdidas futuras por dotaciones a insolvencias. La evolución de los tipos de interés del crédito al consumo en los últimos meses parece corroborar esta hipótesis, ya que, pese a que siguieron la tendencia general a la baja, fueron los que registraron un menor descenso. La preferencia, en esta segunda etapa, por los créditos con garantía hipotecaria es otro índice de la actitud más cautelosa de las entidades.

6. RESUMEN Y PERSPECTIVAS FUTURAS

Durante el período analizado, se pueden distinguir dos fases diferenciadas en la evolución del crédito a familias: una primera, de 1985 a 1989, en la que se registró una fuerte expansión, basada, fundamentalmente, en el crédito al consumo y, en menor medida, en el crédito a la vivienda; y una segunda fase, a partir de 1989, en la que se observó una caída en sus tasas de crecimiento, si bien la financiación a familias siguió expandiéndose por encima del resto del crédito, esta vez sostenida por el crédito a la vivienda, ya que el crédito al consumo vio drásticamente reducidas sus tasas de crecimiento.

El rápido desarrollo del mercado en la primera fase del período fue consecuencia de una conjunción de factores que afectaron tanto a la oferta como a la demanda de crédito. Por el lado de la demanda de crédito, el más importante fue la reactivación económica, que, junto con el aumento del precio de los activos tanto financieros como reales, originó una intensificación del gasto del sector familias, apoyado por una mayor capacidad y disposición para endeudarse.

Pero también hubo otros elementos que hicieron que dicha demanda fuera atendida, e incluso alentada, por las entidades de crédito. El más destacado

fue el creciente interés de la banca por este área de negocio, como consecuencia de su mayor protección frente a la competencia exterior, de su mayor rentabilidad y del proceso de desintermediación de la financiación de las empresas. También el aumento de la actividad de las entidades de crédito de ámbito operativo limitado impulsó el desarrollo de este mercado.

La fuerte expansión del crédito a familias, tanto para financiar consumo como para financiar la compra de viviendas, hizo que los niveles de endeudamiento del sector familias registrasen aumentos significativos. Es difícil determinar si se ha llegado a un nivel peligroso en el endeudamiento del sector familias, pero, si se compara el nivel español con el de otros países desarrollados, se observa que, en poco tiempo, España, que partía de un endeudamiento bajo, ha alcanzado ya a algunos países y sólo está por debajo de otros, como EEUU, donde estos mercados tenían mucha mayor tradición. Además, el endeudamiento español se ha concentrado en el crédito a corto plazo, lo que, junto a los altos tipos de interés, hace que la carga financiera de la deuda sea mayor y, por tanto, más alto el porcentaje de la renta disponible que ha de dedicarse al servicio de la deuda.

Es en esas condiciones cuando, a partir de 1989, se produjo una progresiva desaceleración de la actividad económica, que dejó sentir sus efectos disminuyendo el crecimiento del gasto de los particulares y haciendo aumentar los índices de morosidad. Estos dos factores, unidos a los controles cuantitativos en 1989 y 1990, explican la desaceleración del crecimiento del crédito a familias en la segunda parte del período. El menor crecimiento del gasto de las familias implica una menor demanda de financiación, mientras que la elevación del índice de morosidad de la cartera de créditos de las entidades hace que éstas restrinjan la oferta de crédito.

Pese a esta situación, que entorpecerá el crecimiento de este mercado en los próximos meses, el crédito a familias sigue siendo un segmento del negocio bancario donde aún existe un fuerte potencial de expansión. Una eventual recuperación de la actividad puede tener efectos sobre la demanda de crédito de particulares. La elasticidad de ésta a la inversión residencial y al gasto en bienes de consumo es muy elevada y con respuesta muy rápida (12).

En el lado de la oferta, la característica principal en el futuro será la creciente competencia por la concesión de créditos a familias, con la incorporación paulatina de empresas no financieras, fundamentalmente las que sean importantes distribuidoras de

(12) Véase, a este respecto, *El papel del crédito en el mecanismo de transmisión monetaria*, Juan Luis Vega, Estudios Económicos, nº 48, Banco de España, 1992.

bienes de consumo (grandes almacenes y grandes superficies comerciales).

En el desarrollo futuro del mercado del crédito a familias, desempeñará un papel destacado la capacidad tecnológica, al menos en dos aspectos fundamentales: la agilidad y facilidad de concesión de los créditos, y la gestión de la información de las bases de datos. Finalmente, la posible expansión de la oferta de estos créditos dependerá también de la capacidad, por parte de las entidades, de movilizar sus carteras de crédito a familias.

Una de las vías de agilización de la concesión de créditos es el uso de la tarjeta. En España existe, en la actualidad, un gran número de tarjetas en circulación, si bien su grado de utilización como medio de obtención de crédito es aún muy bajo (13). Es, por tanto, una labor pendiente de los principales emisores de las mismas (bancos, cajas y algunos grandes almacenes) el incrementar su uso como tarjetas de crédito, y más aún si se tiene en cuenta que su operativa como tarjeta de pago diferido no supone ingreso alguno para las entidades, mientras que, por el contrario, los créditos concedidos a través de ellas tienen una elevada rentabilidad (14).

En la actualidad, ya existen varias entidades que han lanzando programas de concesión de créditos a través de tarjetas, aunque los crecientes problemas de morosidad aparecidos en los últimos meses han frenado estos proyectos.

De aquí puede deducirse la importancia de la mejora en la gestión de las bases de datos, a fin de conseguir, al menos, dos objetivos principales: por un lado, la segmentación de la clientela, que permita diseñar los productos más adecuados para cada cliente, y, por otro, la detección temprana de los posibles problemas de morosidad, para evitar que las posteriores necesidades de dotaciones a insolvencias erosionen los márgenes obtenidos en estas operaciones. En este campo, la paulatina introducción y desarrollo de programas ya utilizados en otros países, «credit scoring» (15), será un factor determinante.

(13) En su inmensa mayoría, son tarjetas de débito o para operar con cajeros. El resto sí son tarjetas de crédito, pero se utilizan fundamentalmente como tarjetas de pago diferido (a finales de mes o del trimestre), y sólo en un porcentaje muy pequeño se han elegido fórmulas de pago que impliquen la concesión de crédito.

(14) Con la modalidad de pago a fin de un período sin cargo financiero alguno, se concede al cliente financiación gratuita, cuyo coste no es siempre cubierto con el cobro de la cuota. Por el contrario, los tipos de interés cargados en el crédito concedido a través de tarjeta se elevaron, por término medio, al 2 % mensual: aproximadamente, un 27 % anual.

(15) Los sistemas de «credit scoring» permiten, gracias a la utilización de técnicas estadísticas, segmentar a la clientela atendiendo a la información contenida en la base de datos de la entidad. Se trata con ello de identificar a los mejores clientes potenciales. También se utilizan para evaluar las solicitudes de crédito y aceptarlas o

Por último, otro factor que tendrá gran influencia sobre la evolución futura del mercado será la posibilidad de titulización de estos créditos. Aunque existe una amplia experiencia internacional en la titulación de distintas variedades de crédito al consumo, la movilización de los créditos hipotecarios, cuyas características de más largo plazo y menor riesgo los hacen más adecuados para este propósito, aparece como el desarrollo inmediato más probable. De esta manera, las entidades aumentarán su capacidad de concesión de crédito a particulares sin expandir paralelamente los riesgos asumidos y sin aumentar sus requerimientos de recursos propios. La reforma del mercado hipotecario de agosto de 1991 flexibilizó los procedimientos de emisión de cédulas hipotecarias, y trató de hacer más atractiva la emisión de participaciones, permitiendo que, en determinadas circunstancias, pueda darse de baja de la base de cómputo de los activos de riesgo el crédito que las respalda. Todo ello supuso un primer paso hacia la titulización de los préstamos hipotecarios, que se completará con la aprobación del Proyecto de Ley sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, que se encuentra actualmente en el Senado.

25-V-1992.

rechazarlas con una mayor agilidad. Los sistemas aplicados se van perfeccionando con la nueva información obtenida de la operativa con clientes, tratando de identificar los factores más significativos que afectan a la calidad de los créditos.

La Balanza de Pagos de España en 1991 y primer trimestre de 1992: datos y metodología

1. CONSIDERACIONES METODOLOGICAS GENERALES

El Real Decreto 1651/1991, de 8 de noviembre, de estructura orgánica parcial de las Secretarías de Estado de Economía y Comercio, encomienda al Banco de España la elaboración de la Balanza de Pagos a partir de 1991.

Como es sabido, la Balanza de Pagos es una ordenación contable de las relaciones económicas entre residentes y no residentes, de acuerdo con una metodología y un diseño de rúbricas específicos, que responden a los criterios establecidos por el Fondo Monetario Internacional. La Contabilidad Nacional de España, cuyas cuentas elaboran el INE —cuentas no financieras— y el Banco de España —cuentas financieras—, también recoge y ordena las relaciones económicas con los no residentes en la cuenta del sector institucional Resto del Mundo, pero con una metodología distinta, la del SEC —Sistema Europeo de Cuentas—, coherente con la totalidad de sus cuentas y cuadros.

Un análisis económico significativo de las operaciones de un país con el resto del mundo exige establecer relaciones causales con las variables macroeconómicas básicas de su economía, por lo que las cifras elaboradas con la metodología general de la Contabilidad Nacional tienen la inapreciable ventaja, para los analistas, de su coherencia general con las demás variables del sistema económico nacional. Sin embargo, la generalidad y larga tradición de la metodología del Fondo Monetario Internacional y su implantación universal hacen de la Balanza de Pagos una estadística de elaboración obligada, también insustituible cuando se trata de análisis comparativos encuadrados en el contexto económico internacional. El objetivo de esta nota es, por ello, el de presentar las primeras estimaciones de la Balanza de Pagos de 1991 y de su evolución trimestral, aunque se aprovecha para incluir, además, una estimación de avance del primer trimestre de 1992.

Es importante insistir en que no cabe esperar una coincidencia entre ambos registros contables —Balanza de Pagos y Cuenta del Resto del Mundo—, aunque, en el futuro, los esfuerzos de los propios organismos internacionales por acercar sus sistemas de contabilización —plasmados ya, parcialmente, en la versión preliminar del quinto Manual del Fondo Monetario Internacional, en fase de discusión— y la mayor coordinación entre los organismos elaboradores habrán de reflejarse en un acortamiento sustancial de las diferencias. Además, la ineludible necesidad de acometer, en el caso español, una reforma en profundidad de las fuentes de información primarias que ambos registros contables utilizan, proporcionará una buena oportunidad para revisar las diferencias que no son tanto resultado de enfoques meto-

dológicos distintos, como de la dispersión de las fuentes de información primarias utilizadas, en un intento de los distintos organismos elaboradores de las cuentas de suplir las crecientes deficiencias de las fuentes tradicionales, deterioradas por el propio proceso de liberalización de las relaciones económicas con el resto del mundo y la consiguiente transformación del sector exterior de la economía española.

En efecto, el propio Real Decreto 1651/1991, antes mencionado, señala ya en su preámbulo, como causa básica de la reasignación de la tarea de la elaboración de la Balanza de Pagos, las inevitables transformaciones que el proceso de liberalización de los movimientos de capital impone al sistema de recogida de los datos necesarios para su estimación. Así, la Balanza de Pagos de España utiliza como fuentes de información básicas las estadísticas aduaneras, para el comercio exterior de bienes, y el llamado Registro de Caja, para las transacciones de invisibles, ya sean servicios, transferencias sin contrapartida u operaciones financieras. La próxima desaparición, en enero de 1993, de las aduanas intracomunitarias, y la culminación, el pasado mes de febrero, de la liberalización de los cobros y pagos exteriores, con un año de antelación respecto de los compromisos adquiridos con la Comunidad, obligan a modificar ambas estadísticas básicas. El Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales de la Agencia Estatal de Administración Tributaria está preparando los nuevos mecanismos de información para la obtención de los datos estadísticos del comercio de bienes intracomunitario. El Banco de España, por su parte, está acometiendo la correspondiente reforma del Registro de Caja, cuya información habrá de complementarse, además, en el futuro, con otras fuentes estadísticas, entre ellas, con los datos obtenidos del colectivo formado por las personas físicas y jurídicas que mantengan cuentas en instituciones financieras no residentes —que, de hecho, están informando ya al Banco de España, de acuerdo con las normas contenidas en su circular 1/1992—.

La coincidencia en el tiempo de una reforma metodológica en profundidad, inaplazable en el caso español tras la liberalización del control de cambios y la desaparición de las fronteras intracomunitarias, con la revisión del Manual de Balanza de Pagos, del Fondo Monetario Internacional, cuya quinta edición probablemente entrará en vigor también en 1993, constituye una oportunidad excepcional para adecuar la información que esta estadística debe proporcionar para el análisis de una economía que, como la española, ha sufrido intensas transformaciones en los últimos años, especialmente desde su ingreso en la Comunidad Europea.

Efectivamente, la rápida liberalización del control de cambios, desde mediados de los años ochenta,

ha ido afectando negativamente al contenido informativo de la Balanza de Pagos española desde una doble perspectiva. Por una parte, la calidad de las estimaciones ha sufrido un rápido deterioro, al ir desapareciendo las exigencias de la justificación documental detallada y minuciosa de las operaciones que la normativa de control de cambios imponía. Pero, además, el propio diseño de la Balanza y de sus rubricas estaba concebido para facilitar el análisis del tipo de problemas que, en el pasado, planteaban las operaciones y el desequilibrio exteriores —incluido el cumplimiento de la normativa de control—, problemas sustancialmente distintos de los de nuestros días. El requisito básico que cualquier estadística económica exige es la adecuación de la información que proporciona al análisis de los problemas relevantes y, desde esa óptica, la Balanza de Pagos española había empezado ya a acusar un desajuste importante, en parte derivado de la propia obsolescencia del Manual del Fondo Monetario Internacional (FMI), con cuya metodología se elabora, pero debido, sobre todo, a la rápida transformación de los rasgos esenciales de las relaciones de la economía española con el resto del mundo.

Las reformas metodológicas, iniciadas con la doble finalidad de mejorar la calidad de las mediciones y de adecuar su diseño a las necesidades del análisis económico actual, empezarán a reflejarse en los datos de 1993, coincidiendo con la entrada en vigor del quinto Manual del FMI. Ello significa que las estimaciones de avance de la Balanza de Pagos de 1991 y primer trimestre de 1992, que se presentan en los cuadros adjuntos, adolecen de buena parte de los problemas que ya venían acusando en los años precedentes. De hecho, no es ocioso insistir en que la fiabilidad de unos datos con un nivel de desagregación y detalle tan extraordinariamente minucioso como el que se recogía en los cuadros de la publicación anual de la Balanza española de anteriores ediciones se mantuvo mientras su veracidad se sustentaba en una normativa legal que incluso tipificaba como delito monetario algunas de sus infracciones. Desde mediados de los años ochenta, con la liberalización de las operaciones exteriores y la desaparición subsiguiente de su control documental, la calidad de los datos desagregados se fue deteriorando, hasta el punto de que, en las estimaciones de la Balanza de 1991, que aquí se presentan, se ha optado por una simplificación drástica ante la dudosa fiabilidad con la que podrían ofrecerse cifras tan detalladas y, en algunos casos, de menor interés relativo, una vez desaparecidas las regulaciones que justificaban su medición individualizada.

Es importante advertir, sin embargo, que ni las revisiones metodológicas en curso ni la reforma o sustitución de las actuales fuentes de información permitirán, en el futuro, una información tan rica y detallada como la que se obtenía cuando estaba vi-

gente el control de cambios. La pérdida de información es uno de los costes derivados de la liberalización de las transacciones económicas exteriores, que todos los países que han emprendido este camino han tenido que aceptar. No cabe pensar que se podría seguir obteniendo de los agentes económicos información estadística tan pormenorizada sin que ello implicara, de hecho, una limitación y un entorpecimiento efectivo al ejercicio de tal libertad operativa. Además, el desarrollo de los mercados financieros y su mayor liquidez han ido imponiendo sus propias limitaciones al significado de determinados conceptos analíticos, como la distinción entre los movimientos de capital a corto y largo plazo —piénsese, por ejemplo, en las operaciones con pacto de recompra—, hasta el punto de que numerosos analistas cuestionan este criterio de desagregación. El usuario debe tener también en cuenta la creciente ambigüedad de esta frontera en el caso de la Balanza española.

2. LOS DATOS DE 1991 Y PRIMER TRIMESTRE DE 1992

En el cuadro 1 se presentan los datos anuales de la Balanza de 1991, y en los cuadros 2 y 3 se recogen las correspondientes estimaciones trimestrales, incluido un avance del primer trimestre de 1992. Los datos de 1991 se han elaborado con información incompleta, por lo que las cifras tienen carácter provisional. Así, no se han incorporado todavía los datos proporcionados por las compañías aéreas, los ministerios militares, etc. Las cifras de variación de activos a largo plazo no recogen tampoco, de momento, la reasignación de activos hacia el sector público desde el sector bancario, como consecuencia de las operaciones de seguro de crédito a la exportación —el sector público pasa a ser acreedor de créditos de titularidad bancaria previa, después de indemnizar a los bancos correspondientes—. Por lo que se refiere a las cifras trimestrales, el Banco de España tiene intención de ir publicando una estimación previa, a lo largo de cada año, con un desfase aproximado de dos meses respecto del final de cada trimestre natural. Todos los datos se publicarán en el *Boletín Económico* del Banco de España, pero, además, se recogerá una síntesis en su *Boletín Estadístico* —cuadro 3, sector exterior, del capítulo 1 de principales indicadores económicos—, cuyo número del mes de abril incluye ya el dato anual de 1991. En el *Boletín Estadístico* de mayo aparecerá, a su vez, la síntesis de los datos trimestrales que aquí se presentan.

Los datos se han elaborado procurando respetar, en la medida de lo posible, la metodología y el diseño de las ediciones anteriores de la Balanza de Pagos, especialmente en la versión recogida en la publicación «Balanza de Pagos de España, 1980-1990. Series trimestrales y anuales», con la que la Secretaría de Estado de Comercio realizó un apreciable es-

fuerzo, no sólo de síntesis y recopilación, sino de reelaboración de datos, obteniendo series históricas enlazadas, anuales y trimestrales, para toda la década. No obstante, se han introducido algunas modificaciones en la asignación de determinadas rúbricas de la Balanza de Capitales, y que, aunque justificada desde la óptica del control de cambios —y del Registro de Caja, como su instrumento estadístico—, desfigura la naturaleza de determinadas operaciones entre residentes y no residentes, que es la que debe prevalecer en la Balanza de Pagos.

En concreto, los créditos en divisas concedidos por las instituciones de crédito a residentes son transacciones interiores que no han de contabilizarse como tales en la Balanza de Pagos, sino como toma de depósitos en el exterior por tales instituciones para su financiación. Aunque la Balanza de Pagos española venía contabilizando estas operaciones como variación de los pasivos del sector bancario, las incluía en la Balanza de Capitales a largo o corto plazo, atendiendo a los términos del contrato entre la institución financiera y su cliente residente. Como está claro que se trata de toma de depósitos en moneda extranjera, a corto plazo, por el sistema crediticio frente al exterior, se han contabilizado como tales en los cuadros aquí presentados, formando parte, como pasivos, de los movimientos monetarios en moneda extranjera de las instituciones de crédito —la rúbrica se ha designado como «pasivos en moneda extranjera que financian créditos a residentes»—.

Adviértase que se ha aprovechado también para dar un tratamiento homogéneo a toda la rúbrica de movimientos monetarios del sistema crediticio que, en las publicaciones anteriores de la Balanza de Pagos, sólo incluía los pasivos en pesetas convertibles y las reservas. Obviamente, no existen razones para considerar como movimientos monetarios los pasivos en pesetas convertibles del sistema crediticio y excluir, en cambio, de este agregado las correspondientes rúbricas en moneda extranjera. Además, aunque se ha respetado la terminología de las anteriores publicaciones, en lo que a la rúbrica «posición en moneda extranjera» se refiere, se ha preferido, en cambio, designar como «contrapartida de las cuentas en divisas de residentes» la rúbrica que las anteriores ediciones de la Balanza denominaban simplemente «cuentas en divisas de residentes», para evitar la ambigüedad terminológica de esta última denominación, que usuarios no familiarizados con el control de cambios español confundían con «cuentas de residentes no bancarios en el exterior». Por último, y referido también a los movimientos monetarios del sistema crediticio, el usuario de los datos ha de tener en cuenta que se han incluido todos los activos a corto plazo, en pesetas, del sistema crediticio, incluidos los créditos a corto a no residentes. Recuérdese que se trata sólo de créditos en pesetas, ya que los créditos bancarios en moneda extranjera a

1. Balanza de pagos de España (1990 y 1991)

mm

	1990			1991		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldos
CUENTA CORRIENTE						
Mercancías (a)	5.607,0	8.614,2	-3.007,1	6.245,2	9.355,7	-3.110,5
Servicios	3.494,0	2.638,5	855,5	3.974,9	3.138,2	836,7
Fletes y seguros	181,0	298,3	-117,3	202,5	324,1	-121,6
Otros transportes	427,6	254,4	173,2	432,3	248,8	183,5
Turismo y viajes	1.878,4	429,3	1.449,1	1.991,1	473,4	1.517,8
Rentas de inversión	504,2	890,3	-386,1	730,7	1.232,5	-501,8
Privadas	119,9	776,9	-657,0	172,5	1.011,7	-839,1
Públicas	384,3	113,4	270,9	558,2	220,9	337,3
Transacciones gubernamentales	29,1	87,6	-58,6	37,3	90,3	-53,1
Asistencia técnica y royalties	40,7	221,8	-181,1	66,7	236,5	-169,9
Otros servicios	433,2	456,8	-23,6	514,3	532,5	-18,2
Transferencias	965,3	533,2	432,1	1.377,4	745,7	631,7
Privadas	452,4	143,1	309,2	401,4	174,7	226,7
Públicas	512,9	390,1	122,9	975,9	571,0	405,0
Balanza por cuenta corriente	10.066,4	11.785,9	-1.719,6	11.597,5	13.239,5	-1.642,1
	Var. Pasivos	Var. Activos	VP-VA	Var. Pasivos	Var. Activos	VP-VA
CUENTA DE CAPITAL (b)						
Capital a largo plazo	2.438,6	512,1	1.926,6	3.948,4	605,5	3.342,9
Sector Privado	1.992,0	407,8	1.584,2	2.267,3	443,1	1.824,2
Inversiones	1.845,5	370,2	1.475,4	1.601,8	442,8	1.158,9
Créditos	146,5	37,7	108,8	665,6	0,3	665,3
Sector Público	446,6	119,6	327,0	1.681,1	168,3	1.512,8
Sector Bancario	-	-15,4	15,4	-	-5,9	5,9
Balanza básica	12.505,0	12.298,0	207,0	15.545,9	13.845,1	1.700,8
Capital a corto plazo	66,6	60,6	6,0	123,2	-7,4	130,6
Sector Privado	-32,8	60,6	-93,4	103,8	-9,0	112,8
Sector Público	99,4	-	99,4	19,4	1,6	17,8
Movimientos monetarios del Sistema Crediticio	558,7	337,0	221,7	416,5	1.724,1	-1.307,6
Reservas centrales	-	689,3	-689,3	-	1.472,3	-1.472,3
Otros movimientos del Sistema Crediticio	558,7	-352,3	911,0	416,5	251,8	164,7
En moneda extranjera	132,4	-369,2	501,5	344,6	202,2	142,4
Posición en moneda extranjera	-	-490,9	490,9	-	119,0	-119,0
Contrapartida cuentas en divisas residentes	-	121,7	-121,7	-	83,2	-83,2
Pasivos en moneda extranjera (que financian préstamos a residentes)	132,4	-	132,4	344,6	-	344,6
En pesetas	426,3	16,9	409,4	71,9	49,6	22,3
Activos a corto plazo del Sector Bancario	-	16,9	-16,9	-	49,6	-49,6
Pasivos en pesetas convertibles	426,3	-	426,3	71,9	-	71,9
Errores y omisiones		434,7	-434,7		523,9	-523,9

Fuente: Banco de España.

(a) Incorpora el comercio de petróleo en régimen de maquila.

(b) Desde la óptica del residente.

2. Balanza de pagos: cuenta corriente
Datos anuales y trimestrales

mm

	1990	1991	1991				1992
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
INGRESOS:							
Mercancías (a)	5.607,0	6.245,2	1.559,1	1.634,7	1.341,5	1.710,0	1.699,6
Servicios	3.494,0	3.974,9	784,4	936,1	1.204,4	1.049,7	1.001,1
Fletes y seguros	181,0	202,5	48,7	52,3	44,8	56,7	50,1
Otros transportes	427,6	432,3	98,7	97,8	121,7	114,2	98,5
Turismo y viajes	1.878,4	1.991,1	352,6	441,9	712,7	483,9	408,8
Rentas de inversión	504,2	730,7	148,9	176,8	172,9	232,0	264,4
<i>Privadas</i>	<i>119,9</i>	<i>172,5</i>	<i>34,8</i>	<i>44,3</i>	<i>31,6</i>	<i>61,8</i>	<i>45,4</i>
<i>Públicas</i>	<i>384,3</i>	<i>558,2</i>	<i>114,1</i>	<i>132,5</i>	<i>141,3</i>	<i>170,2</i>	<i>219,0</i>
Transacciones gubernamentales	29,1	37,3	11,2	8,4	9,5	8,1	7,2
Asistencia técnica y royalties	40,7	66,7	12,5	15,5	15,7	22,9	16,1
Otros servicios	433,2	514,3	111,8	143,5	127,1	131,9	156,0
Transferencias	965,3	1.377,3	378,6	282,0	363,5	353,2	374,0
Privadas	452,4	401,4	108,1	85,3	101,1	106,9	136,6
Públicas	512,9	975,9	270,5	196,7	262,4	246,3	237,4
Total ingresos	10.066,4	11.597,4	2.722,1	2.852,8	2.909,4	3.112,9	3.074,7
PAGOS:							
Mercancías (a)	8.614,2	9.355,7	2.205,8	2.453,9	2.140,2	2.555,8	2.469,8
Servicios	2.638,6	3.138,2	688,5	792,2	810,7	846,8	885,1
Fletes y seguros	298,3	324,1	76,6	85,2	74,1	88,2	87,1
Otros transportes	254,4	248,8	53,1	56,9	73,7	65,1	53,1
Turismo y viajes	429,3	473,4	84,3	96,3	153,8	138,9	96,5
Rentas de inversión	890,3	1.232,5	269,8	334,6	306,6	321,5	331,9
<i>Privadas</i>	<i>776,9</i>	<i>1.011,7</i>	<i>233,5</i>	<i>269,7</i>	<i>238,7</i>	<i>269,7</i>	<i>219,0</i>
<i>Públicas</i>	<i>113,4</i>	<i>220,9</i>	<i>36,3</i>	<i>64,9</i>	<i>67,9</i>	<i>51,8</i>	<i>112,9</i>
Transacciones gubernamentales	87,6	90,3	27,8	23,2	20,6	18,8	30,0
Asistencia técnica y royalties	221,8	236,5	55,6	59,2	54,7	67,1	102,3
Otros servicios	456,9	532,5	121,3	136,8	127,2	147,2	184,2
Transferencias	533,2	745,7	171,6	195,8	182,1	196,3	246,0
Privadas	143,1	174,7	38,1	40,9	42,0	53,7	53,3
Públicas	390,1	571,0	133,5	154,9	140,1	142,6	192,7
Total pagos	11.786,0	13.239,5	3.066,0	3.441,8	3.132,9	3.598,9	3.600,8
SALDOS:							
Mercancías (a)	-3.007,1	-3.110,5	-646,8	-819,3	-798,7	-845,8	-770,2
Servicios	855,4	836,7	95,9	144,0	393,7	202,9	116,0
Fletes y seguros	-117,3	-121,6	-27,9	-32,9	-29,3	-31,5	-37,0
Otros transportes	173,2	183,5	45,6	40,9	48,0	49,1	45,4
Turismo y viajes	1.449,1	1.517,8	268,3	345,6	558,9	345,0	312,3
Rentas de inversión	-386,1	-501,8	-120,9	-157,8	-133,7	-89,5	-67,5
<i>Privadas</i>	<i>-657,0</i>	<i>-839,1</i>	<i>-198,7</i>	<i>-225,4</i>	<i>-207,1</i>	<i>-207,9</i>	<i>-173,6</i>
<i>Públicas</i>	<i>270,9</i>	<i>337,3</i>	<i>77,8</i>	<i>67,6</i>	<i>73,4</i>	<i>118,4</i>	<i>106,1</i>
Transacciones gubernamentales	-58,6	-53,1	-16,6	-14,8	-11,1	-10,7	-22,8
Asistencia técnica y royalties	-181,1	-169,9	-43,1	-43,7	-39,0	-44,2	-86,2
Otros servicios	-23,7	-18,2	-9,5	6,7	-0,1	-15,3	-28,2
Transferencias	432,1	631,6	207,0	86,2	181,5	156,9	128,0
Privadas	309,2	226,7	70,0	44,4	59,1	53,2	83,3
Públicas	122,9	404,9	137,0	41,8	122,4	103,7	44,7
Saldo cuenta corriente	-1.719,7	-1.642,1	-343,9	-589,1	-223,5	-486,0	-526,2

Fuente: Banco de España.

(a) Incorpora el comercio de petróleo en régimen de maquila.

3. Balanza de Pagos: cuentas de capital (a)
Datos anuales y trimestrales

mm

	1990	1991	1991				1992
			I TR	II TR	III TR	IV TR	
Variación de pasivos	2.505,2	4.071,6	1.309,3	873,9	843,9	1.044,4	1.108,9
Capital a largo plazo	2.438,6	3.948,5	1.221,1	911,7	800,9	1.014,6	826,3
Sector Privado	1.992,0	2.267,3	539,2	545,5	579,4	603,1	638,3
<i>Inversiones</i>	1.845,5	1.601,8	509,4	328,4	313,4	450,5	426,5
<i>Créditos</i>	146,5	665,6	29,8	217,1	266,0	152,6	211,8
Sector Público	446,6	1.681,1	681,9	366,2	221,5	411,5	188,0
<i>Inversiones</i>	153,4	1.397,1	677,2	231,8	197,9	290,2	145,1
<i>Créditos</i>	293,2	284,0	4,7	134,4	23,6	121,3	42,9
Sector Bancario	-	-	-	-	-	-	-
Capital a corto plazo	66,6	123,2	88,2	-37,8	43,0	29,8	282,6
Sector Privado	-32,8	103,8	19,4	38,1	9,3	37,0	188,6
Sector Público	99,4	19,4	68,8	-75,9	33,7	-7,2	94,0
Variación de activos	572,6	598,1	140,1	236,8	-2,1	223,3	200,2
Capital a largo plazo	512,1	605,5	119,5	159,4	146,1	180,6	177,4
Sector Privado	407,8	443,1	98,5	113,7	54,2	176,7	162,1
<i>Inversiones</i>	370,2	442,8	96,4	114,3	56,2	175,9	152,2
<i>Créditos</i>	37,7	0,3	2,1	-0,6	-2,0	0,8	9,9
Sector Público	119,6	168,3	20,1	42,3	90,5	15,5	22,8
Sector Bancario	-15,4	-5,9	0,9	3,4	1,4	-11,6	-7,5
Capital a corto plazo	60,6	-7,4	20,6	77,4	-148,2	42,7	22,8
Sector Privado	60,6	-9,0	-43,4	-22,1	9,3	47,1	22,7
Sector Público	-	1,6	64,0	99,5	-157,5	-4,4	0,1
Movimientos monetarios del Sistema Crediticio (b)	221,7	-1.307,6	-583,6	-2,7	-527,7	-193,7	-237,6
Reservas centrales netas (c)	-689,3	-1.472,3	-331,9	-728,2	-162,0	-250,3	-333,1
Otros movimientos del Sistema Crediticio	911,0	164,7	-251,7	725,5	-365,7	56,6	95,5
En moneda extranjera (b)	501,5	142,4	-219,9	414,2	-33,2	-18,8	415,6
<i>Posición en moneda extranjera (c)</i>	490,9	-119,0	-267,8	376,8	-118,1	-110,0	210,2
<i>Contrapartida cuentas en divisas residentes (c)</i>	-121,7	-83,2	-28,0	-29,0	-18,3	-7,9	-24,0
<i>Pasivos en moneda extranjera (que financian préstamos a residentes) (d)</i>	132,4	344,6	75,9	66,4	103,2	99,1	229,4
En pesetas (b)	409,4	22,3	-31,8	311,3	-332,5	75,4	-320,1
<i>Activos a corto plazo del Sector Bancario (c)</i>	-16,9	-49,6	-50,7	47,9	-12,9	-33,8	-1,6
<i>Pasivos en pesetas convertibles (d)</i>	426,3	71,9	18,9	263,4	-319,6	109,2	-318,5

Fuente: Banco de España.

(a) Desde la óptica del residente.

(b) Variación de pasivos menos variación de activos.

(c) Un signo (-) implica un aumento y un signo (+) una disminución.

(d) Un signo (+) implica un aumento y un signo (-) una disminución.

no residentes y su correspondiente financiación, tanto a corto como a largo, no se contabilizan en la Balanza de Pagos de España (1).

(1) La Balanza de Pagos española designaba como «cuentas en divisas de residentes» las cuentas en moneda extranjera de los residentes no bancarios en las instituciones de crédito residentes que, como tales operaciones domésticas, no deben aparecer en la Balanza de Pagos. Esta debe recoger —y, en realidad, así lo hacía, pero con denominación equivocada— la contrapartida bancaria activa de estas cuentas, materializada en depósitos de las instituciones de crédito residentes en sus corresponsales. Adviértase que, por tanto, no existe ningún motivo para considerar estos activos bancarios en moneda extranjera como algo distinto del concepto de «posición en moneda extranjera». Ambas partidas deberían integrarse en una sola rúbrica activa. En puridad, pues, la «posición en moneda extranje-

No es ocioso insistir en que todo el tratamiento de las rúbricas relativas al sistema crediticio, en los cuadros aquí presentados, se justifica sólo por razones de continuidad histórica en esta fase, transitoria en lo que a metodología se refiere. Así, a partir de 1993 desaparecerá la distinción artificial entre «posición en divisas» como algo diferente de las «contrapartidas de las cuentas de residentes»; tampoco se

rá» más la «contrapartida de las cuentas en divisas de residentes» menos los «pasivos en moneda extranjera que financian créditos a residentes» constituyen los activos bancarios netos a corto plazo en moneda extranjera. En la síntesis de estos datos recogida en el *Boletín Estadístico*, las tres rúbricas mencionadas aparecen agrupadas en un concepto único.

presentará explícitamente una rúbrica tan específica de control de cambios como la ya mencionada de «pasivos que financian créditos a residentes», etc., deficiencias que no son, en definitiva, sino problemas de presentación formal fáciles de subsanar. De hecho, los usuarios que lo deseen pueden mantener sus series históricas reordenando los conceptos que aquí se presentan.

Más importante, sin duda, será corregir las deficiencias de omisión y, específicamente, la ya mencionada de variación de activos bancarios frente a no residentes, en moneda extranjera, financiados con pasivos frente a no residentes, también en moneda extranjera, no contabilizados en el pasado en la Balanza de Pagos española y tampoco en las cifras de 1991 y 1992 aquí presentadas. Se trata de una deficiencia derivada de su no contabilización en el Registro de Caja, al no ser operaciones sometidas al control de cambios. Obviamente, su exclusión del registro administrativo de control no justifica su omisión en la Balanza de Pagos, excepto por las mayores dificultades para obtener los datos correspondientes. Las cuentas financieras de la economía española, publicadas anualmente por el Banco de España, sí incluyen todos los activos y pasivos bancarios frente a no residentes, y la Balanza de Pagos los incorporará también a partir de 1993. En los datos de 1991, se ha preferido no introducir una ruptura en las series históricas, que, en este caso, el usuario no podría reconstruir sin dificultades. No obstante, es obvio que, para el análisis de la operativa de las instituciones de crédito con no residentes, las Cuentas Financieras de la Economía Española son la fuente de información obligada para el analista.

También es importante mencionar una grave pérdida de información en los datos de la Balanza de 1991, en relación con los de años anteriores —que no podrá subsanarse tampoco hasta 1993—, y es la imposibilidad de ofrecer una información separada entre las inversiones directas y las de cartera. La Dirección General de Transacciones Exteriores modificó, en enero de 1991, los códigos estadísticos del Registro de Caja que permitían hacer esta distinción. En estos momentos, sólo cabe diferenciar las inversiones materializadas en acciones, de las materializadas en títulos de renta fija. Además, los préstamos a más de cinco años entre matrices y filiales, que forman parte, conceptualmente, de la inversión directa, no estuvieron sometidos al depósito no remunerado del 30 %, lo que estimuló, hasta su supresión, desviaciones en la financiación desde los créditos a plazos menores, flujos que volvieron a invertirse, a su vez, a raíz de la supresión del depósito en la primavera del pasado año. Todo ello ha de tenerse en cuenta al interpretar las cifras de 1991, tanto de inversiones como de créditos. Ante la imposibilidad de ofrecer el desglose habitual de la rúbrica de inversiones del sector privado de ediciones anteriores de la Balanza,

se ofrece, en el cuadro 4, una desagregación alternativa, que permite diferenciar las inversiones por el tipo de activo en que se materializan.

Por último, conviene detenerse en unas observaciones sobre el tratamiento del comercio de petróleo en la Balanza de Pagos española. Como el usuario habitual de sus cifras y conocedor de su metodología sabe, esta estadística no contabilizaba, ni como pagos ni como ingresos, el petróleo que cruza las fronteras aduaneras para ser refinado, sin cambio de propiedad, por cuenta ajena y reexportado —son las llamadas operaciones de maquila—. Este tipo de operaciones llegó a adquirir gran importancia y complejidad, al mezclarse con las llamadas «falsas maquilas» —véanse las notas metodológicas de las ediciones correspondientes de la Balanza de Pagos de España—, todo ello motivado e incentivado por las ventajas otorgadas al comercio de petróleo acogido a este régimen. La importancia cuantitativa de estas operaciones ha sido tal, que la evolución de los datos históricos de exportaciones e importaciones de bienes de la Balanza de Pagos aparece dominada por este fenómeno. Puesto que su evolución está ligada, en buena medida, a factores específicos del sector de refino y de su normativa legal concreta, incorporando, además, las múltiples distorsiones originadas por las enormes dificultades para su medición, este tratamiento metodológico de la Balanza de Pagos desvirtuaba la utilidad de sus cifras para un análisis macroeconómico general del comercio de bienes. La liberalización de estas operaciones con los países de la CE y subsiguiente desaparición de la información derivada de su control administrativo hace muy difícil seguir realizando, con una mínima fiabilidad, este tipo de ajustes, que, por otra parte, el propio quinto Manual del FMI propone suprimir, ante la confusión creada entre los analistas por la divergencia de tratamiento con otras estadísticas y, específicamente, con las cuentas nacionales —todo ello, con independencia de que el FMI solicite, adicionalmente, su medición individualizada—.

En consecuencia, los datos de comercio de bienes presentados en los cuadros 1 y 2 no llevan ajuste por maquila de petróleo, lo que sí supone una ruptura con las series históricas correspondientes de exportaciones e importaciones, aunque no de su saldo. Adviértase que éste es un cambio metodológico que habría que acometer, en cualquier caso, en 1993, a raíz de la entrada en vigor del quinto Manual. El que se haya abordado ya en los datos de 1991 y 1992 tiene la ventaja de que las cifras comparativas entre ambos años serán más significativas y útiles para los analistas de la coyuntura, aunque no es ocioso recordar que subsisten todavía otras diferencias metodológicas significativas, tanto con la Contabilidad Nacional como con las cifras de Aduanas —valoración CIF o FOB, suministros de petróleo, ventas en consignación, comercio de armas, etc.—. El inconveniente

4. Inversiones privadas Desglose por conceptos

	1990	1991
mm		
VARIACION DE PASIVOS (INVERSIONES EXTRANJERAS EN ESPAÑA):		
Total inversiones	1.845,5	1.601,8
Acciones:		
<i>Acciones no admitidas a cotización en bolsa</i>	809,3	874,5
<i>Acciones admitidas a cotización en bolsa</i>	425,5	238,7
Renta fija	24,1	277,6
Préstamos matriz filial	263,7	27,2
Inversiones en inmuebles	244,9	160,3
Otros	78,0	23,5
VARIACION DE ACTIVOS (INVERSIONES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR):		
Total inversiones	370,2	442,8
Acciones:		
<i>Acciones no admitidas a cotización en bolsa</i>	227,3	297,0
<i>Acciones admitidas a cotización en bolsa</i>	31,5	48,5
Renta fija	42,8	65,3
Préstamos matriz filial	27,0	8,0
Inversión en inmuebles	8,9	10,0
Otros	32,7	14,0

Fuente: Banco de España.

niente de la eliminación del ajuste de maquilas es, como se señaló antes, la ruptura de las series históricas. El Banco de España tiene intención de abordar un trabajo de reconstrucción de las series históricas para adaptarlas a la nueva metodología que se adoptará en 1993, pero el usuario que desee, provisionalmente, obtener series históricas de exportaciones e importaciones de bienes dispone de los datos necesarios en las sucesivas ediciones de la Balanza de Pagos de años pasados (2).

Los datos de 1992 requieren sus propias cautelas metodológicas, teniendo en cuenta la entrada en vigor, desde el 1 de febrero pasado, del Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior, que supone la práctica y total liberalización de los cobros y pagos con el resto

(2) Los datos se pueden obtener en su cuadro 1, A1, «Ajuste en el contenido y valor de la balanza de mercancías». El nuevo valor de exportaciones FOB se obtendría sumando a la cifra total de exportaciones FOB el renglón «Comercio de maquila de petróleo». El nuevo valor de importaciones FOB se obtendría sumando al total de importaciones FOB las cifras de «Comercio de maquila de petróleo» y restando, de la cifra resultante, el concepto «Compras de rendimientos». Para no incurrir en doble contabilización, el canon de maquila recogido parcialmente en el renglón «Transferencias de mercancías» del cuadro 6 ha de deducirse de la rúbrica agregada de «Otros servicios y rentas», sin tenerse que añadir al valor de las mercancías, que ya lo lleva incluido, aunque esta corrección puede introducir pequeñas diferencias en el saldo de la cuenta corriente.

del mundo. El adelanto de la liberalización en un año respecto de los compromisos adquiridos con la CE ha obligado a una adaptación parcial de los esquemas contables correspondientes, toda vez que la puesta en marcha de un sistema completo distinto requiere no sólo incorporar nuevos colectivos de declarantes, sino introducir cambios importantes en los procedimientos de toma de datos y en los procesos informáticos de las instituciones de crédito. Estos motivos bastarían para introducir distorsiones inevitables en las cifras. Así, a modo de ejemplo, por lo que a los nuevos declarantes se refiere, la propia normativa que regula sus obligaciones de declaración concede determinados plazos para el cumplimiento de los nuevos deberes de información —ver circular 1/1992 del Banco de España—, lo que supone que la incorporación de los datos habrá de adaptarse a los calendarios legales correspondientes.

Pero más importante es llamar la atención del usuario sobre aquellos cambios en los comportamientos de las series que no se deben a insuficiencias en los datos, sino que responden a las propias modificaciones legales de las relaciones económicas con el resto del mundo. Así, la aparición de operaciones antes inexistentes o fuertemente restringidas se está reflejando ya, en las cifras del primer trimestre de 1992, en crecimientos intensos de algunas rúbricas, como es el caso de los créditos financieros recibidos del exterior. De especial importancia en este primer año de transición es la normativa que regula la desaparición de las cuentas extranjeras de pesetas ordinarias, que pasan a tener la misma consideración genérica que las antiguas cuentas de pesetas convertibles. Puesto que los cobros y pagos a residentes con tales cuentas de pesetas ordinarias no se contabilizaban en la Balanza de Pagos, cabe esperar un aumento en los flujos de las rúbricas que ahora recogen esos movimientos. En esta línea, pueden ser importantes: las transferencias ligadas a flujos con emigrantes; las transacciones de las embajadas y del personal diplomático; y numerosas operaciones de las Administraciones Públicas con españoles no residentes, como el pago de jubilaciones, devoluciones de impuestos, operaciones de deuda pública, etc., que, en el pasado, posiblemente se canalizaban, en importes significativos, a través de cuentas extranjeras de pesetas ordinarias. De hecho, el importante crecimiento que se observa en las cifras de transferencias privadas en el primer trimestre de 1992 puede deberse, en buena medida, a este tipo de causas, que también afectarían a otras rúbricas, incluidas algunas operaciones de la balanza de capitales.

14-V-1992.

Concentración en el sector bancario español en el período 1980-1991

Este artículo ha sido elaborado por José Cebrián y Cristina Iglesias-Sarria, de la Oficina de Instituciones Financieras.

1. INTRODUCCION

El objeto de este trabajo es analizar la evolución de la concentración en el sistema bancario español en los últimos doce años. Se han incluido en el análisis los bancos, o, en su caso, grupos bancarios, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito (1).

En estos años se han producido movimientos que afectan al grado de concentración bancaria en sentidos diversos, compensándose y/o potenciándose mutuamente; este trabajo intenta determinar cuál ha sido el efecto final mediante la elaboración de una serie de índices, cuya evolución se muestra en el conjunto de cuadros estadísticos y gráficos que se adjunta.

Los factores determinantes del grado de concentración de un sector son el número de miembros que operan en él y las diferencias de tamaño, esto es, la distribución de las cuotas de mercado. En función de ello, se puede hablar de dos conceptos diferentes de concentración —la absoluta y la relativa—, que hacen referencia, respectivamente, a los dos factores apuntados (2).

En cuanto al primero, la evolución del *número de entidades* del sector bancario ha estado marcada, en la década de los ochenta, por un importante flujo de creaciones, absorciones y fusiones.

Todo el período se ha visto influido por la regulación de 1978 de la presencia de la banca extranjera en España, que ha dado origen a un flujo de «creación» de sucursales, particularmente intenso en los extremos del período analizado.

Por su parte, la crisis bancaria de los años 1973-1983 ha reducido el número de miembros del sistema, por la adjudicación de algunos bancos o grupos bancarios (Banca Catalana, Rumasa) a otros grupos españoles, y por la liquidación de otros. Asimismo, como consecuencia de la crisis, la creación de bancos españoles se frenó hasta 1989.

El incremento en el número de bancos componentes de los grandes grupos bancarios españoles, propiciado por el proceso de adjudicaciones descri-

(1) Las EOC se han agrupado en una entidad única, sin incluir el ICO, que no está integrado en el Grupo Argentaria. Aunque las cooperativas de crédito son entidades de depósito, no se han incluido en el análisis, pues, salvo contadas excepciones, constituyen un grupo de operativa muy específica.

(2) Algunos autores utilizan la nomenclatura contraria.

to, indujo a algunos bancos a efectuar una posterior reorganización interna; esto supuso dejar sin contenido algunos de los bancos del grupo, las denominadas «fichas bancarias». La venta de parte de estas «fichas» a grupos interesados en ejercer la actividad bancaria, en la segunda mitad de la década de los ochenta, antes de reanudarse la concesión de licencias, actúa de forma inversa, incrementando el número de entidades.

Por último, hay que señalar el efecto de las fusiones o absorciones entre entidades. Hasta 1991, se había producido sólo una fusión en la banca española: la de los bancos Bilbao y Vizcaya (3); en este último año, ha habido dos grandes operaciones en este sentido: una absorción, que ha dado lugar al grupo Central Hispano, y la reorganización de la banca pública, que ha originado el grupo Argentaria. En las cajas de ahorro, por el contrario, las fusiones y absorciones han sido la tendencia de todo el período, adquiriendo extrema importancia en los dos últimos años.

En cuanto a las *diferencias de tamaño* entre las entidades, los efectos de los movimientos que se han producido son más ambiguos. Las incorporaciones de entidades de pequeño tamaño y, en los últimos años, algunas fusiones en la cúspide potencian la concentración, mientras que el dinamismo de algunos grupos medianos y de las cajas de ahorro opera en sentido contrario. Sin embargo, no se puede generalizar sobre el efecto de las fusiones de menor envergadura, de las absorciones y de la venta de redes entre entidades ya operantes, dependiendo en cada caso del tamaño de las entidades implicadas.

2. METODOLOGIA

Para la medición de la concentración del sector bancario y su evolución en el período contemplado, se han seleccionado varios índices —uno de ellos, de carácter dinámico— que tienen en cuenta sus dos vertientes: la concentración absoluta y la relativa.

Cada uno de los índices ha sido elaborado para dos variables diferentes: los activos financieros no interbancarios (crédito y valores de renta fija) y los recursos captados del sector privado (incluyendo los empréstitos). En ambos casos, la variable se refiere únicamente a los negocios en España de los bancos y cajas de ahorro (4).

(3) Las absorciones de bancos que se realizaron a lo largo del período fueron operaciones intergrupo, que no suponen modificación del número de entidades independientes: Banco de Comercio y Banca Más Sardá, del grupo BBV, en 1989, y Banco Garriga Nogués, dentro del grupo Banesto, en 1986.

(4) En la variable acreedores del sector privado, no se ha incluido el grupo de las EOC, por no disponer de sus datos desagregados de los del ICO para fechas anteriores a 1988.

Los índices se han obtenido para seis fechas: diciembre de 1980 (inicial), 1985 (intermedia), 1987 (como fecha previa a la reactivación de licencias bancarias y a la reorganización de las entidades del sistema), 1989, 1990 y 1991.

A continuación, se hace una breve descripción de cada uno de los índices elaborados y su interpretación:

1. *Ratios de concentración* (R_m): Definidos como el porcentaje que representa el agregado de las m entidades de mayor tamaño sobre el total de la muestra. Estos se recogen en el cuadro 1.

Si el objetivo es estudiar la estructura del mercado y la evolución de la concentración, un estadístico de este tipo presenta claras deficiencias, puesto que depende absolutamente del número de entidades seleccionado (m), y no tiene en cuenta el número de entidades operantes.

No obstante, en su conjunto, pueden ser utilizados para analizar los tramos de entidades que han sido más activos en los aumentos de cuota.

2. *Índice de Herfindhal-Hirschman* (5): Siendo S_i la cuota de mercado de la entidad i -ésima, se define de la siguiente forma:

$$HH = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

Para un número finito de firmas el índice se mueve entre $1/n$ (todas las entidades son del mismo tamaño) y 1 (el mercado es un monopolio), donde n es el número total de entidades a cada año.

Dado:

$$\bar{S} = \frac{\sum_{i=1}^n S_i}{n} = \frac{1}{n}$$

(5) El índice de Herfindhal-Hirschman no es más que un miembro de la familia de índices definidos por la ecuación:

$$n(\alpha) = \frac{1}{\left(\sum_{i=1}^n S_i^\alpha\right)^{\frac{1}{1-\alpha}}}$$

A medida que α tiende a cero, el índice tiende a mostrar únicamente el número de firmas operantes en la industria. Altos valores de α dan más peso al papel de las firmas más grandes; cuando el valor de α es bajo, se hace más hincapié en la presencia o ausencia de pequeñas firmas.

Para un α igual a 2, se obtiene el índice HH.

1. Concentración de bancos y cajas de ahorro (a)
Negocios en España

R _m	1980	1985	1987	1989	1990	1991
SOBRE ACTIVOS NO INTERBANCARIOS						
R ₁	9,1	8,7	8,8	10,5	9,7	13,5
R ₃	25,8	24,1	23,2	25,4	25,0	33,1
R ₇	47,0	49,4	46,1	46,8	47,7	55,2
R ₂₀	74,4	73,6	71,4	71,2	72,4	74,7
R ₄₀	85,6	85,0	83,5	84,1	85,4	86,7
R ₆₀	90,8	90,9	90,2	90,7	91,7	92,7
R ₈₀	94,5	94,8	94,3	94,5	95,4	96,3
R ₁₀₀	97,2	97,5	97,2	97,2	97,9	98,4
R ₁₂₀	99,0	99,2	99,0	98,9	99,2	99,5
R ₁₄₀	99,8	100,0	99,9	99,7	99,9	99,9
R ₁₆₀	-	-	-	100	100	-
PRO MEMORIA:						
Número de entidades	153	150	156	167	161	155
SOBRE ACREEDORES DEL SECTOR PRIVADO (b)						
R ₁	10,1	8,6	8,1	10,4	10,1	10,3
R ₃	25,8	24,2	22,5	24,6	26,3	29,3
R ₇	46,7	47,1	44,4	45,2	47,8	51,4
R ₂₀	72,7	72,8	69,5	68,9	71,2	74,0
R ₄₀	85,3	85,4	83,4	83,4	85,8	87,8
R ₆₀	91,4	92,5	91,4	91,5	93,6	95,4
R ₈₀	95,6	97,1	96,1	96,2	97,9	98,9
R ₁₀₀	98,4	99,4	99,0	98,9	99,4	99,7
R ₁₂₀	99,6	99,9	99,8	99,7	99,9	100
R ₁₄₀	100	100	100	100	100	100
R ₁₆₀	-	-	-	100	-	-
PRO MEMORIA:						
Número de entidades	152	146	151	164	156	153

Fuente: Banco de España.

(a) Se han excluido en cada variable las entidades que presentan saldo cero.

(b) En los acreedores del sector privado no se han considerado las EOC.

Se define la variable X_i como la diferencia que presenta la cuota de mercado de la entidad i -ésima respecto de la media.

$$X_i = S_i - \bar{S} \rightarrow S_i = X_i + \bar{S}$$

Obteniéndose lo siguiente:

$$HH = \sum_{i=1}^n X_i^2 + \frac{1}{n} \quad [1]$$

De [1] se desprende que HH disminuye con la reducción de la diferencia en las cuotas de mercado respecto de la media, y con el número de firmas operantes. Por tanto, este índice tiene en cuenta los dos conceptos de concentración, esto es, la absoluta y la

relativa. También debe resaltarse que, a medida que n aumenta por la incorporación a la muestra de entidades de tamaño pequeño, mayor es el peso que se atribuye a las entidades más grandes. Por ello, puede ser interesante estudiar un índice HH que haga referencia únicamente a un cierto número de entidades. En este estudio se ha elegido la muestra de las 40 mayores entidades en cada año, que representan más del 80 % del total de los agregados en cada uno de los años objeto de estudio.

$$HH_{40} = \sum_{i=1}^{40} S_i^2 = \sum_{i=1}^{40} X_i^2 + \frac{1}{40}$$

No obstante, este estadístico no tiene en cuenta la concentración absoluta. Esta deficiencia es fácilmente subsanable, de la forma siguiente:

$$\overline{HH}_{40} = \sum_{i=1}^{40} X_i^2 + \frac{1}{n}$$

siendo n el número total de entidades en cada año.

3. *Índice de Hall-Tideman (HT)*: Estos autores ponen mayor énfasis en el número de entidades total de la muestra:

$$HT = \frac{1}{n \sum_{i=1}^n i S_i - 1}$$

siendo:

S_i Cuota de mercado de la entidad i-ésima.

i Posición de la entidad en el ranking, ordenado de forma decreciente.

De igual forma que el índice HH, HT se mueve entre $1/n$ (todas las entidades son del mismo tamaño) y 1 (monopolio), pero con la particularidad de que, a medida que n aumenta, HT tiende a cero.

5. *Número de entidades equivalentes (NEE)*: Tanto los índices HH como el HT van acompañados en los cuadros por este estadístico, que representa el número de firmas de igual tamaño que daría lugar al mismo valor dado por el índice respectivo.

Dado que si:

$$S_i = \bar{S} \text{ para todo } i = 1 \dots n \rightarrow HH = \frac{1}{n}$$

2. Índices de concentración (a)

	HH _{Total}					
	Activos no interbancarios			Acreedores sector privado (b)		
	Número de entidades	Índice	NEE	Número de entidades	Índice	NEE
1980	153	0,0422	24	152	0,0414	24
1985	150	0,0428	23	146	0,0408	25
1987	156	0,0394	25	151	0,0371	27
1989	167	0,0409	24	164	0,0383	26
1990	161	0,0415	24	156	0,0416	24
1991	155	0,0545	18	153	0,0470	21
	HH ₄₀					
1980	40	0,0570	18	40	0,0566	18
1985	40	0,0585	17	40	0,0554	18
1987	40	0,0560	18	40	0,0526	19
1989	40	0,0572	17	40	0,0545	18
1990	40	0,0564	18	40	0,0559	18
1991	40	0,0722	14	40	0,0605	17
	HH ₄₀					
1980	40-153	0,0385	26	40-152	0,0381	26
1985	40-150	0,0402	25	40-146	0,0372	27
1987	40-156	0,0374	27	40-151	0,0342	29
1989	40-167	0,0383	26	40-164	0,0356	28
1990	40-161	0,0377	27	40-156	0,0373	27
1991	40-155	0,0536	19	40-152	0,0421	24
	HT					
1980	153	0,0269	37	152	0,0274	36
1985	150	0,0270	37	146	0,0287	35
1987	156	0,0254	39	151	0,0260	39
1989	167	0,0256	39	164	0,0259	39
1990	161	0,0272	37	156	0,0290	34
1991	155	0,0303	33	152	0,0325	31

Fuente: Banco de España.

(a) Se han excluido en cada variable las entidades que presentan saldo cero.

(b) En los acreedores del sector privado no se han considerado las EOC.

La forma de calcular el NEE es la que sigue:

$$NEE = \frac{1}{HH}$$

De tal forma que si:

NEE = 1 El mercado es un monopolio;

NEE = n Todas las entidades presentan la misma cuota de mercado.

Los diversos índices HH y HT, junto con los NEE respectivos, se recogen en el cuadro 2.

6. *El índice de Grossack (b):* Se utiliza para realizar un análisis dinámico de la concentración.

Este índice está basado en el análisis de regresión.

Sean:

S_{xi} La cuota de mercado de la entidad i-ésima en el año inicial X.

S_{yi} La cuota de mercado de la entidad i-ésima en el año final Y.

S_x La media de las cuotas de mercado en el año inicial X.

S_y La media de las cuotas de mercado en el año final Y.

La ecuación sería la siguiente: $S_{yi} = a + b S_{xi}$, y el estimador mínimo cuadrático del coeficiente b:

$$\hat{b} = \frac{\frac{\sum_{i=1}^n S_{xi} S_{yi}}{n} - \bar{S}_y \bar{S}_x}{\frac{\sum_{i=1}^n S_{xi}^2}{n} - \bar{S}_x^2} = \frac{\text{cov}(S_x, S_y)}{\text{var}(S_x)}$$

Dado que el coeficiente de correlación lineal es:

$$r = \frac{\text{cov}(S_x, S_y)}{DT S_x DT S_y}$$

Siendo DT la desviación típica, se obtiene lo siguiente:

$$\hat{b} = r \frac{DT S_y}{DT S_x} = r \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^n (S_{yi} - \bar{S}_y)^2}}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (S_{xi} - \bar{S}_x)^2}} \quad [2]$$

Por otro lado:

$$HH = \sum_{i=1}^n (S_i - \bar{S})^2 + \frac{1}{n} \quad [3]$$

3. Índice dinámico de Grossack (a)

	1985-1980	1987-1985	1989-1987	1990-1989	1991-1990
ACTIVOS NO INTERBANCARIOS					
b	0,99424	0,95719	1,00842	1,00364	1,11867
r	0,98725	0,99763	0,98975	0,99636	0,97618
$\sqrt{C(HH)}$	1,00708	0,959461	1,01886	1,00731	1,14597
Comentarios	Redistribución en favor de las entidades grandes	Redistribución en favor de las entidades medianas	Aumento de la concentración	Aumento de la concentración	Aumento de la concentración
ACREEDORES SECTOR PRIVADO (b)					
b	0,984371	0,95221	0,99824	1,03531	1,05741
r	0,99158	0,99856	0,98120	0,99470	0,99482
$\sqrt{C(HH)}$	0,99273	0,95358	1,01737	1,04083	0,99482
Comentarios	Redistribución en favor de las entidades grandes y pequeñas	Redistribución en favor de las entidades medianas	Redistribución en favor de las entidades grandes	Aumento de la concentración	Aumento de la concentración

Fuente: Banco de España

(a) Se han excluido en cada variable las entidades que presentan saldo cero.

(b) En los acreedores del sector privado no se han considerado las EOC.

De [2] y [3] obtenemos que, para n grande:

$$\hat{b} = r \sqrt{\frac{HH_y}{HH_x}} = r \sqrt{C(HH)}$$

En esta fórmula se distinguen dos posibilidades:

a) Si $\hat{b} < 1$ El grado de concentración ha aumentado en el período considerado.

b) Si $\hat{b} < 1$ Se pueden dar, a su vez, cuatro casos:

b.1) Valor de r bajo y $\sqrt{C(HH)} = 1$

Se ha dado una redistribución de las cuotas de mercado entre las entidades de mayor tamaño.

b.2) $r = 1$ y valor de $\sqrt{C(HH)}$ bajo

Ha habido una redistribución de cuotas de mercado en favor de las entidades de menor tamaño.

b.3) Valores de r y $\sqrt{C(HH)}$ bajos

La redistribución de cuotas de mercado es general.

b.4) Valores de r y $\sqrt{C(HH)}$ altos

La redistribución de cuotas se ha dado tanto entre las grandes como entre las pequeñas.

El índice de Grossack, con comentarios acerca de su interpretación, se recoge en el cuadro 3.

Por último, en el gráfico 1, se representan, para las dos variables tratadas, *las curvas de Lorenz*, que muestran cómo el porcentaje acumulativo de la cuota de mercado varía con el aumento en el porcentaje acumulado del número de entidades para los años 1980 (inicial), 1985 (intermedio) y 1991 (final).

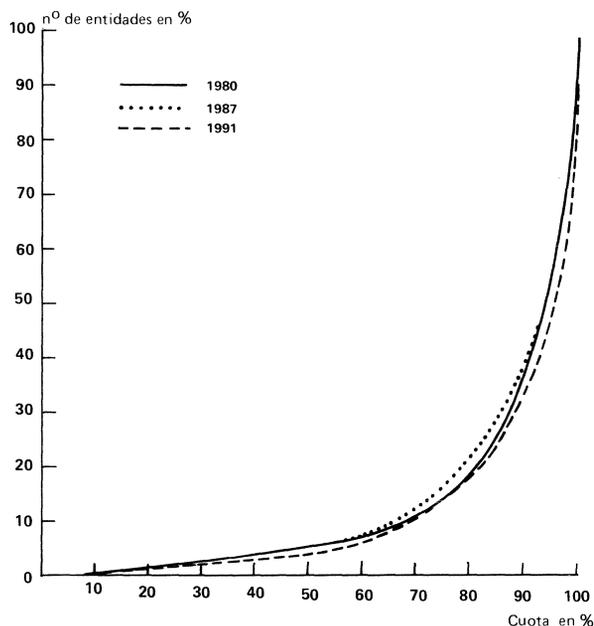
3. CONCLUSIONES

La interpretación de los datos estadísticos y gráficos que tratan de analizar la concentración de un sistema es siempre compleja y no unívoca.

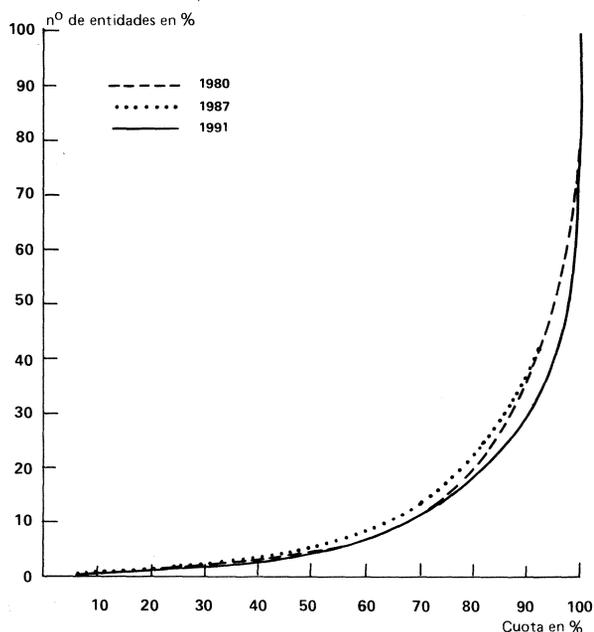
En principio, es claro que un conjunto como el presente, en el que el 5 % de entidades absorbe alrededor del 50 % de las dos variables significativas, y

1. Concentración en bancos y cajas

Activos no interbancarios



Acreedores sector privado



Fuente: Banco de España.

el 50 % de entidades absorbe el 95 % (gráfico 1), es un sistema de fuerte concentración (6).

(6) Queda fuera del ámbito de este trabajo la comparación del sistema bancario español con el de otros países.

En cuanto a la evolución de la concentración en el período analizado (gráfico 2), el comportamiento de los índices elaborados ha sido el siguiente: en todos ellos, se observa un punto mínimo de la concentración en 1987 y, por descontado, un aumento de la misma tras las grandes fusiones de 1991; sin embargo, en las fechas intermedias, la evolución de los índices no es concluyente, y difiere según la variable utilizada.

Tomando la partida de *activos no interbancarios*, los índices HH muestran un ligero aumento en la concentración en el primer tramo, 1980-1985, cayendo en 1987, y mostrando cierta estabilidad hasta el

último año, en el que experimentan un notable incremento. Cabe señalar que los dos índices que toman como muestra la totalidad de las entidades (HH y HT) apuntan a un incremento en la concentración en 1990, al contrario que los elaborados para las cuarenta mayores entidades, en los que el indicador desciende, tras un ligero aumento en 1989.

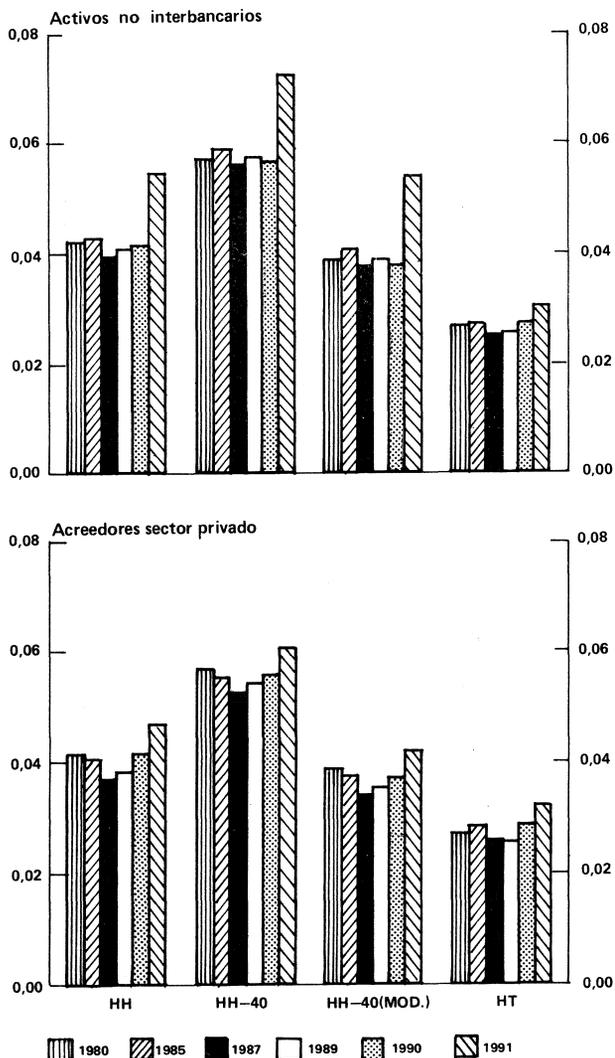
El comportamiento del índice dinámico de Grossack coincide en señalar los dos períodos con movimientos inequívocos en la concentración; sin embargo, en la interpretación de los valores que toma en el resto de los tramos, es preciso ser prudente, pues se aproximan mucho al valor 1.

Con la partida *acreedores del sector privado* como variable, la evolución es bastante diferente. Los índices HH, así como el Grossack, señalan un descenso de la concentración en el período 1980-1985, al contrario que con la variable de activo. A su vez, a partir del mínimo en 1987, se observa una tendencia continuada al aumento en la concentración, si bien algo difusa en 1989; no obstante, el incremento experimentado en el año 1991 es mucho menor que con la variable de activo. Sin embargo, el índice HT, que enfatiza el número de entidades, muestra una evolución contraria a la descrita en dos sentidos: 1) señala un aumento de la concentración en el período 1980-1985, y 2) su incremento en 1991 es superior para la variable de pasivo que para la de activo.

Las diferencias señaladas son debidas, en parte, a causas metodológicas y estadísticas, como el hecho de que en cada variable se computa un número distinto de entidades, que no se incluyen las Entidades Oficiales de Crédito en la elaboración de los índices para la variable de pasivo y, por descontado, que los distintos indicadores de concentración contienen ponderaciones diferentes de los factores que influyen en la misma.

Por otro lado, la distinta evolución de los índices para las dos variables también está reflejando comportamientos diversos de contenido económico. La diferencia señalada para el primer tramo, 1980-1985, período que contiene prácticamente todo el proceso de resolución de las crisis bancarias, puede ser indicativa de una retirada de fondos por los clientes de los bancos en esta situación, con destino a entidades de tamaño mediano-pequeño, antes de su adjudicación por el Fondo de Garantía de Depósitos. Por su parte, la mayor claridad en los valores tomados por el índice de Grossack en la variable *acreedores del sector privado* a partir de 1989 se explica por el hecho de que las entidades que se incorporan al sistema, bancos extranjeros y españoles especializados, se financian básicamente en el mercado interbancario y, por lo tanto, prácticamente no absorben cuota.

2. Índices de concentración



Fuente: Banco de España.

26-V-1992.

La calificación o «rating» de emisiones y emisores

Este artículo ha sido elaborado por Mercedes Redondo, de la Oficina de Instituciones Financieras.

1. INTRODUCCION

El «rating», figura de amplia tradición en los mercados financieros anglosajones y que está extendiéndose progresivamente a los europeos, va a ser reconocido próximamente por las bolsas españolas.

En este artículo se delimita su concepto, se comentan, en términos generales, las características de las entidades que lo realizan y su proceso de elaboración, se apuntan posibles consecuencias de la generalización de este instrumento en los sistemas financieros europeos y, para terminar, se esboza su situación en España.

2. CONCEPTO DE «RATING»

El «rating» es una medida cualitativa del grado de riesgo crediticio de una deuda, es decir, de la capacidad del prestatario de devolver el principal y los intereses en las fechas establecidas en el contrato de emisión.

Aunque el «rating» se fundamente en rigurosos análisis de la situación económica y financiera del emisor, del sector en que desarrolla su actividad y de la calidad de su gestión, lleva implícito un componente subjetivo no cuantificable. En consecuencia, es de gran importancia que las entidades que tengan por objeto social la realización de estas calificaciones —las llamadas agencias de «rating»— sean completamente independientes de los emisores a los que evalúan, lo que favorece la formulación de juicios merecedores de la imprescindible credibilidad de los mercados.

Son objeto de calificación tanto el emisor de deuda, en cuanto institución, como la propia deuda emitida, aunque algunas agencias se limitan a calificar las distintas emisiones de un mismo prestatario y eligen la calificación más representativa como «rating» del emisor. Esto es particularmente así en caso de evaluar a un país, ya que su «rating» corresponde al obtenido por la generalidad de su deuda externa. Por otra parte, las agencias que distinguen entre el corto y el largo plazo sólo califican individualmente las emisiones a largo, ofreciendo una evaluación única para el conjunto de la deuda a corto, no subordinada ni garantizada, de un emisor determinado.

No hay limitación alguna en cuanto al tipo de prestatario, pues se califican desde organismos internacionales hasta empresas particulares, pasando por toda la gama de países, divisiones territoriales de los mismos y empresas de cualquier titularidad,

tamaño y ubicación. Es necesario tener en cuenta que, en la mayoría de los casos, la máxima calificación que puede obtener un prestatario es la que corresponde al país al que pertenece, ya que los poderes y recursos de que dispone un gobierno —derecho sobre las reservas exteriores necesarias para servir la deuda externa, derecho de emisión de la moneda y derecho de recaudación impositiva— le convierten en el deudor más solvente de su país. Hay dos importantes excepciones. Si una emisión está garantizada por una entidad extranjera, el «rating» de esa entidad puede suplantar la restricción del techo soberano del país emisor. Además, si el país del domicilio oficial se selecciona con propósitos fiscales, no manteniéndose negocios o activos importantes asociados a la emisión que se evalúa en ese país, el techo soberano del citado país no es necesariamente obligatorio. La calificación de la deuda interna de un país puede ser también superior a la de la deuda externa.

Generalmente, se califican depósitos bancarios, pólizas de seguro, acciones preferentes nacionales, emisiones nacionales de renta fija (bonos y pagarés de empresa) emitidos tanto por empresas como por entidades territoriales, emisiones internacionales de renta fija de cualquier tipo de emisor y emisiones de países (riesgos soberanos).

Los «ratings» proporcionan a los inversores un instrumento útil y sencillo que ayuda a decidir la composición de sus carteras. Las decisiones de inversión se van haciendo progresivamente más complejas, debido a la evolución de los mercados de deuda, que han ampliado sus posibilidades en dos aspectos fundamentales: el marco geográfico y la desintermediación. Hoy día, pueden entrar en contacto prestamistas y prestatarios muy alejados entre sí geográficamente, careciendo los primeros de los recursos necesarios para enjuiciar la calidad crediticia de los segundos; por ejemplo, el pequeño inversor norteamericano no conoce a los bancos españoles lo suficiente para decidirse a suscribir deuda emitida por ellos. Por otra parte, muchos prestatarios prefieren apelar directamente a los inversores —desintermediación—, utilizando las oficinas bancarias, en todo caso, sólo como distribuidoras del producto entre los posibles clientes, lo que reduce el papel de los bancos al de meros comisionistas. Todas estas innovaciones apuntan a una mayor implantación de la demanda de «ratings» en países en los que su uso no se ha generalizado aún, entre los que se encuentra España.

Una característica del sistema de «rating» es la de intentar hacer comparables entre sí los diferentes mercados e instrumentos de crédito, de manera que, si dos emisiones ostentan la misma calificación, soportan el mismo grado de riesgo crediticio, independientemente de la actividad o de la condición de resi-

dente o no residente del prestamista. Los «ratings» de emisiones internacionales que, por definición, miden el riesgo de insolvencia comercial, pero no el de cambio ni el riesgo-país, responden a iguales criterios que los nacionales, aunque se tienen en cuenta las características del país al que pertenece el emisor, en los aspectos que puedan afectar a la protección del inversor.

Un emisor puede conseguir una determinada calificación para su emisión con una garantía adecuada, que puede consistir en el compromiso de otra entidad —con un «rating», al menos, igual al que se quiere obtener— de suministrar crédito o la liquidez necesaria para efectuar los pagos a su vencimiento, o bien en activos afectos a dichos pagos suficientes para respaldar la calificación a juicio de la agencia, tras los oportunos análisis legales —relativos a los derechos de los tenedores de los bonos frente a terceros— y de generación de liquidez suficiente. Es de señalar que en Estados Unidos, en los últimos cinco años, ha experimentado un gran crecimiento el mercado de títulos respaldados por activos no hipotecarios, entre los que podríamos citar los derechos de cobro sobre tarjetas de crédito o arrendamiento financiero de equipos, préstamos a tiempo compartido, etc.

El principal inconveniente del «rating» es que su validez hace referencia a una fecha determinada. No se mide la evolución temporal de la cotización de los títulos, ni se incorporan componentes relativos al riesgo de sucesos inesperados en los análisis cuantitativos subyacentes; un acontecimiento que afecte adversamente a la situación económico-financiera del emisor, o de las instituciones que respaldan sus emisiones, podría hacer caer drásticamente el «rating» de las mismas.

3. AGENCIAS DE «RATING»

Las primeras calificaciones de deuda de que se tiene noticia se realizaron en los Estados Unidos en 1860, y las principales agencias se establecieron en el primer cuarto de este siglo, encontrándose entre ellas las que cuentan con un mayor reconocimiento en los mercados internacionales: Moody's y Standard & Poor's. Recientemente, está aumentando el número de empresas europeas que desean que se desarrolle una gran agencia procedente de esta área geográfica como alternativa a las norteamericanas, y es la IBCA del Reino Unido —primera agencia extranjera reconocida por la SEC estadounidense— la que pretende ocupar ese puesto.

Los ingresos de estas agencias proceden de dos fuentes: de los suscriptores de sus publicaciones y de las entidades emisoras que abonan los derechos de calificación. Para los emisores, el pago de la tarifa es un gasto de inversión, ya que una buena califica-

ción les permite reducir el tipo de interés, al comportar menor grado de riesgo; por otra parte, cuando el «rating» ha sido solicitado por la entidad emisora, ésta puede prohibir su publicación por parte de la agencia. Existe la posibilidad de calificar emisiones sin el consentimiento del prestatario —para satisfacer la demanda de los suscriptores de las publicaciones—, pero tiene el grave inconveniente de que no se puede contar con la pertinente información del emisor, lo que resta credibilidad al «rating».

4. PROCESO DE OBTENCION DE LOS «RATINGS»

Para llevar a cabo la calificación de una emisión determinada, será necesario conocer previamente la situación financiera del emisor. A este fin, la agencia solicitará a su cliente una documentación básica que será uniforme para las entidades de su mismo tipo (industrial, financiera, etc.) y mantendrá reuniones con representantes del emisor para recabar información complementaria. Con este mismo objetivo de homogeneidad, incluso pueden pedir al cliente que presente sus estados contables en función de principios diferentes de los que la entidad prestataria utiliza habitualmente. Se tienen en cuenta, además, el entorno económico y político de los mercados en que se desenvuelve la entidad, las características del sistema empresarial, el marco legal, etc. Un apoyo del gobierno a la empresa eleva necesariamente su calificación. Cuando se trata de calificar una emisión concreta, si existen garantes o activos de respaldo, será necesario que se aporten los datos adecuados para estudiar el nivel de apoyo que ofrecen. A partir de estos datos, la agencia otorga un nivel inicial de «rating» que comunica a la entidad; si ésta cree que el nivel no es justo, podrá aportar los argumentos que considere necesarios para que se revise la calificación; en cualquier caso, como ya se ha comentado, siempre tiene la opción de prohibir que se publique el «rating».

La calificación se revisará periódicamente en función de la evolución de las circunstancias que rodeen al emisor; en caso de considerarse necesario un cambio, el proceso se inicia de nuevo. Es costumbre que las agencias pidan a sus clientes la celebración de reuniones anuales para mantener actualizada la documentación que respalda las calificaciones otorgadas, y que envíen con frecuencia listas de alerta a sus suscriptores, con el fin de mantenerlos al corriente acerca de las entidades que están siendo objeto de revisión en la calificación de algunas o de todas sus emisiones.

5. LAS CALIFICACIONES

Cada agencia define, en términos fácilmente comprensibles, unas tablas de códigos básicos jerarquizados propios, que utiliza para traducir el resulta-

do de sus calificaciones. Generalmente, las tablas son distintas, según que la deuda a la que se refieren tenga un vencimiento inicial a corto o a largo plazo.

Las tres o cuatro calificaciones más altas —con menor grado de riesgo— constituyen lo que en el argot inversionista se denomina «grado de inversión», agrupándose el resto con el nombre de «grado de especulación». Existen determinadas instituciones y empresas a las que sus propios estatutos o las directrices de actuación de sus altos cargos únicamente les permiten efectuar sus inversiones en el «grado de inversión».

En el cuadro 1, se resumen las tablas de calificaciones utilizadas por las agencias Standard & Poor's, Moody's e IBCA.

El sistema de Moody's permite una comparación de títulos de deuda calificados, sin tener en cuenta la moneda en la que están denominados, el país del emisor o la industria en la que el mismo opera. Moody's califica el 70 % de todos los eurobonos y más de 400 emisores de europagarés de empresa y eurocertificados de depósitos.

Con la calificación a largo plazo, Moody's refleja su valoración a dos niveles: 1) el riesgo de crédito, o la capacidad futura del emisor para devolver sus obligaciones a largo plazo; y 2) la protección del contrato, es decir, el nivel de protección legal permitido al tenedor de un título específico, basado en las cláusulas del contrato de ese título relativas a su status de subordinada o no, seguros, cláusulas de pignoración negativas, garantías, etc. Un «rating» de una deuda no subordinada ni garantizada puede considerarse como una indicación de la calidad de crédito en conjunto del emisor, pero Moody's aconseja a los inversores que confirmen los «ratings» de los títulos específicos que pretendan comprar, ya que diferentes emisiones de un mismo emisor pueden tener distinta calificación, debido a las diferentes cláusulas de los contratos.

Por el contrario, los «ratings» a corto plazo se aplican a todas las emisiones no subordinadas ni aseguradas con un vencimiento inicial inferior al año, sin tener en cuenta la moneda o el mercado en que se lleva a cabo la emisión (con la excepción de las emisiones respaldadas por otra entidad a través de vehículos tales como cartas de crédito o garantías).

Esta agencia establece un paralelismo aproximado entre los «ratings» a largo y corto plazo, advirtiendo que no necesariamente son aplicables a todas las situaciones. La P-1 del corto plazo equivale a las comprendidas entre Aaa y A3 del largo plazo; la P-2, a las comprendidas entre A2 y Baa2, y la P-3, a las calificadas con Baa2 y Baa3. Por tanto, las NP se corresponden con las del grado especulativo, entre Ba1 y C.

1. Tablas de calificaciones

Standard & Poor's		Moody's		IBCA	
Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo
GRADO DE INVERSION					
AAA	A-1+	Aaa	P-1	AAA+	A1+
AA+	A-1	Aa1		AAA	
AA	A-1-	Aa2		AAA-	
AA-	A-2+	Aa3		AA+	A1
A+	A-2	A1		AA	
A	A-2-	A2	P-2	AA-	
A-	A-3+	A3		A+	A2
BBB+	A-3	Baa1		A	
BBB	A-3-	Baa2	P-2	A-	
BBB-		Baa3		BBB+	B1
				BBB-	
GRADO DE ESPECULACION					
BB+	B+	Ba1	NP	BB+	B2
BB	B	Ba2		BB	
BB-	B-	Ba3		BB-	
B+	C+	B1		B+	
B	C	B2		B	
B-	C-	B3		B-	
CCC+	D	Caa		CCC+	C1
CCC		Ca		CCC	
CCC-		C		CCC-	
				CC+	
				CC	D1
				CC-	
				C+	
				C	
				C-	

Fuente: Publicaciones periódicas de estas agencias.

La agencia británica IBCA presenta la novedad de calificar la gestión corriente de un banco (mediante el «rating» individual) y el mayor o menor respaldo que la entidad tendría en caso de dificultades («rating» legal). Cada uno de estos «ratings» dispone de cinco categorías, nombradas con las letras A, B, C, D y E (y graduaciones entre ellas: por ejemplo, A/B, D/E, etc.) en el caso del «rating» individual, y con los números 1, 2, 3, 4 y 5, en el del legal.

6. PERSPECTIVAS DE LA IMPLANTACION DEL SISTEMA DE «RATING» EN LOS MERCADOS EUROPEOS

En la última década, se observa una extensión creciente —incluso con apoyo institucional— del sistema de «rating» a otros países industrializados diferentes de Estados Unidos, aunque todavía están bas-

tante lejos de alcanzar el grado de desarrollo conseguido en dicho país.

Una posible consecuencia de la generalización del sistema sería que los departamentos de análisis crediticio de los bancos quedarían limitados, en buena medida, al área de concesión o denegación de sus propios préstamos, ya que las publicaciones de las agencias de «rating» ofrecen a los prestatarios la posibilidad de dar a conocer sus emisiones, y a los inversionistas, una gran cantidad de información objetiva sobre distintas posibilidades de estructuración de sus carteras.

Por otra parte, la regulación internacional del coeficiente de solvencia bancario pondera al 100 % los activos no hipotecarios sobre el sector privado, lo que supone un estímulo para dar de baja en el balance algunos de estos activos en determinados mo-

mentos. Esto se consigue mediante la titulización —conversión en instrumentos de deuda negociables en los mercados financieros—, lo que hace surgir la necesidad del correspondiente «rating».

Finalmente, el previsible refinamiento de la legislación comunitaria bancaria en materia de coeficiente de recursos propios de entidades de crédito y de valores también ejerce su influencia en el «rating». En la actualidad, se está discutiendo si la directiva de adecuación del capital debería establecer unos coeficientes específicos que distinguiesen entre prestatarios, según su calidad crediticia. No todas las empresas privadas son igualmente solventes y es lógico suponer que la directiva recogiera estas diferencias, aplicando un coeficiente menor a las inversiones con clientes de mayor solvencia. Esta «graduación según calidad crediticia» de determinadas partidas podría determinarse con distintos criterios —por ejemplo, si se ha adquirido un valor emitido por una sociedad anónima privada, el hecho de que se negocie o no en bolsa—, siendo el «rating» un medio posible para este fin, siempre que se haya generalizado convenientemente. Sin embargo, el coste de la calificación puede ser excesivo para las emisiones de pequeñas y medianas empresas, no resultándoles rentable su utilización; en consecuencia, el uso del «rating» como criterio exclusivo de calidad crediticia podría convertirse en un mecanismo discriminador.

7. SITUACION ACTUAL DE LAS AGENCIAS DE «RATING» EN ESPAÑA

Por el momento, la demanda de «rating» es muy pequeña en España; no se considera necesario para colocar el papel el hecho de que haya sido previamente calificado. Es posible que una de las causas sea el fuerte peso de la banca en el sistema financiero español, que hace que los grandes prestatarios consideren más seguro colocar sus emisiones a través de la banca, contando con una cultura financiera no muy amplia por parte del pequeño inversor, el cual puede creer que, en última instancia, el banco garantizará el buen fin de la operación. Existen algunas agencias de «rating» españolas que parecen tener la opinión de que serán las grandes agencias americanas las que lleguen a desarrollar el mercado de «rating» en España (al igual que ha ocurrido con las auditorías).

Recientemente, se ha planteado la posible participación de agencias extranjeras en España, con la existencia de dos proyectos paralelos, uno desarrollado por la Generalidad de Cataluña, con el apoyo de la Bolsa de Barcelona, que contaría con la participación de la agencia británica IBCA, y otro en Madrid, respaldado por la Bolsa de Madrid, por el ICO (va a participar con un 25 %), por Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras (ICEA) y por

Inverseguros, aunque también se espera el apoyo de las Bolsas de Valencia y Bilbao; la agencia extranjera colaboradora sería Standard & Poor's, que participaría en la sociedad con un 25 %, si bien la calificación de grandes empresas nacionales seguiría haciéndose desde su sede en Londres. En estos proyectos pueden presentarse conflictos de intereses, si las entidades participantes son, simultáneamente, emisores activos sujetos a «rating».

8. BIBLIOGRAFIA

El lector interesado puede acudir a las publicaciones periódicas de las tres agencias citadas en el texto, para conocer las definiciones de las calificaciones ofrecidas en el cuadro 1 y los «ratings» obtenidos por algunas entidades de crédito y otros emisores institucionales españoles. A título de ejemplo, pueden citarse «Rating Reviews. Financial Institutions Worldwide», de la IBCA, «Moody's Credit Opinions. Financial Institutions» y «Standard & Poor's Financial Institutions Ratings».

27-V-1992.

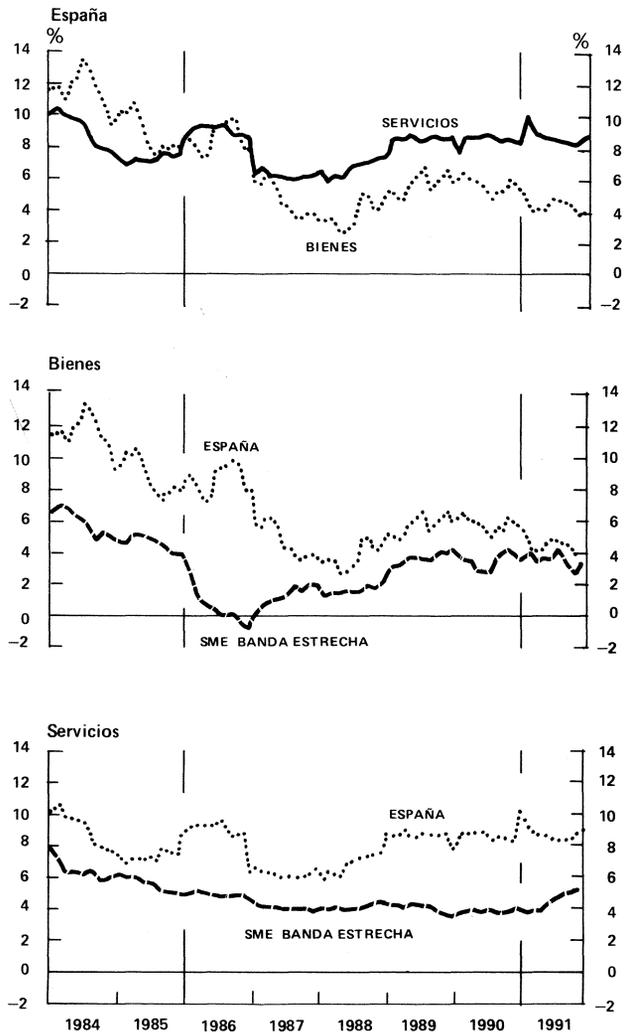
El proceso de convergencia de precios y costes en las principales economías europeas

1. INTRODUCCION

Los acuerdos firmados en Maastricht el pasado mes de diciembre sitúan la estabilidad de precios como uno de los objetivos básicos del proceso de Unión Económica y Monetaria. Aunque a lo largo de la década de los ochenta la economía española consiguió reducir significativamente su diferencial de inflación con los países comunitarios, se ha constatado, a lo largo de los últimos años, una fuerte resistencia para la culminación de este objetivo, lo que podría dificultar el camino a la plena integración.

El proceso de desaceleración de la tasa de inflación en la economía española se interrumpió en el año 1989 (véase gráfico 1), al concluir el período de

1. Índice de precios al consumo (a)



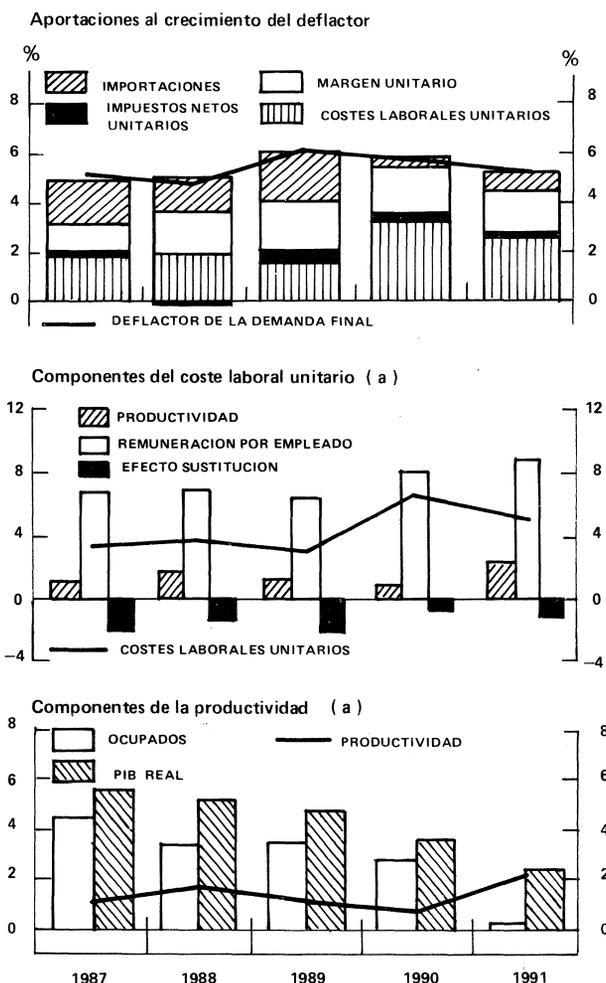
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y OCDE.

(a) Tasas interanuales.

contención en los costes laborales y absorberse la evolución favorable del precio de los bienes importados registrada en años anteriores (gráfico 2). Este proceso se desarrolló, desde mediados de 1985, en un contexto de fuerte y constante aumento de la demanda, que afectó de forma desigual a los distintos sectores, según se vieran más o menos afectados por la liberalización y apertura al exterior de la economía. Las rigideces que aún persisten en el mercado de trabajo pusieron en marcha, de nuevo, los mecanismos de indiciación salarial, que contribuyeron al mantenimiento y agudización de las tensiones inflacionistas.

En este artículo, se analizan las características más importantes del proceso inflacionista registrado en España durante los últimos años, dentro de las

2. Precios y costes en el total economía



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.
(a) Tasas de variación.

pautas de convergencia de precios y costes registradas, a lo largo de las dos últimas décadas, en las principales economías europeas. Se trata, ante todo, de proporcionar una exposición ordenada de la información estadística disponible en el marco de las cuentas nacionales, a partir de la utilización de un indicador de costes que refleje la contribución de sus distintos componentes al deflactor de la demanda agregada final.

El trabajo se ha dividido en dos partes. En la primera, se lleva a cabo un análisis comparativo de costes y precios, tratando de identificar los componentes que, desde el lado de la oferta, tienden a dificultar la convergencia de las tasas de inflación. En la segunda, se efectúa un análisis más detenido del mercado de trabajo en España, dada la importancia de los costes del trabajo en el mecanismo de formación de los precios, señalando algunas de sus principales características.

Con este enfoque se pretende establecer un marco de referencia, dentro de un horizonte temporal relativamente dilatado, que sirva para encuadrar posteriores estudios a nivel más desagregado.

2. ANALISIS COMPARATIVO DE COSTES Y PRECIOS

2.1. Indicadores de costes y precios

Una forma útil de analizar el proceso de formación de precios y costes en una economía es la basada en un cuadro de costes que recoja la contribución de cada uno de sus componentes al deflactor de la demanda final. Aunque este tipo de análisis se encuentra sesgado hacia el lado de la oferta y hace abstracción de los factores que actúan desde el lado de la demanda, al considerar un período suficientemente dilatado, referido a distintas economías, se puede aportar información relevante que ayude a entender el desarrollo específico de la dinámica inflacionista.

Para abordar el tema, se ha elaborado un indicador de costes, siguiendo la metodología expuesta en el *Boletín Económico* del Banco de España (1), consistente en aislar el margen unitario del resto de los componentes del coste, dentro de los cuales se incluyen los del trabajo, de los productos importados y los impuestos indirectos netos de subvenciones. El margen unitario se obtiene por residuo e incluye el coste del capital, el de otros factores productivos no incluidos en el indicador y los beneficios empresariales.

(1) Diciembre de 1990, págs. 67-72.

La forma en que se ha construido el indicador de costes permite inferir consecuencias sobre la evolución del margen unitario, comparándolo con el deflactor de la demanda final. Esta formulación parece adecuada, ya que no se trata de analizar las reglas que siguen las empresas para establecer sus precios, sino del proceso de formación de costes que hay detrás de la dinámica inflacionista.

A los efectos que interesan en este artículo, el indicador de costes se puede descomponer en los siguientes elementos:

a) Los *costes del trabajo por unidad de demanda final*, que se descomponen, a su vez, en el producto del coste laboral por unidad de PIB y el coeficiente PIB/demanda final en términos reales.

El coste laboral por unidad de PIB se define, por su parte, como el cociente entre la remuneración por empleado y la productividad por empleado. El término *empleado* se refiere tanto a asalariados como a no asalariados. Dado que no existe información sobre la remuneración de los no asalariados, se ha considerado que éstos perciben la misma remuneración que los asalariados. Los aumentos en el coste laboral por unidad del PIB provienen, por un lado, de aumentos en la remuneración por empleado, que incluye las ganancias de los trabajadores antes de deducir los impuestos y las cotizaciones sociales pagadas por los empresarios, y, por otro, de reducciones en la productividad media observada del trabajo, definida como el cociente entre el PIB real y el total de ocupados. Por lo tanto, las ganancias de productividad observada provienen de unos menores requerimientos de empleo por unidad de producto real.

La tasa de variación del coeficiente PIB/demanda final en términos reales es aproximadamente igual a la diferencia entre el crecimiento real del PIB y el crecimiento real de la demanda final, por lo que un aumento de la penetración de importaciones en el país, al sustituir bienes y servicios producidos con trabajo nacional por productos extranjeros, tenderá a reducir dicha relación, moderando el crecimiento de los costes laborales por unidad de demanda final.

b) Los *costes de importación por unidad de demanda final*, que se descomponen en el producto de un precio, el deflactor de las importaciones, y una cantidad: las importaciones por unidad de demanda final. Dicha descomposición permite aislar el impacto de un aumento de la penetración de las importaciones sin que se vea afectado por las variaciones del deflactor, que, a su vez, dependen de la evolución del tipo de cambio y de los precios de los bienes respectivos en los mercados internacionales.

c) Por último, *los impuestos indirectos netos de subvenciones*, en los que no se efectúa ningún tipo de descomposición.

A partir de este indicador de costes, el deflactor de la demanda final se obtiene cargando un margen de explotación a dichos costes, lo que permite ver la influencia relativa de aquellos y la del excedente bruto de explotación en las variaciones de la demanda final, es decir:

$$P_d = \left(\left(\frac{w}{y/N} \frac{y}{d} \right) + P_m \frac{m}{d} \right) (1+h) + \frac{T}{d} \quad [1]$$

siendo

$$h = \frac{E - w(N - A)}{wN + P_m m} \quad [2]$$

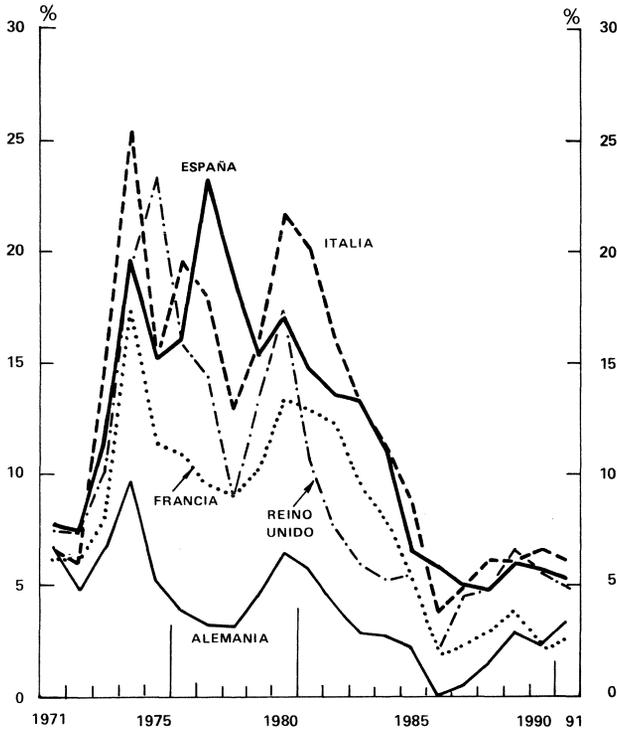
el margen de explotación, P_d el deflactor de la demanda final, w la remuneración por asalariado, y el producto interior bruto real, N el total de ocupados, d la demanda final real, P_m el deflactor de las importaciones, m las importaciones reales, T los impuestos indirectos netos de subvenciones, E el excedente de explotación y A el número de asalariados.

2.2. Contribución de los costes a las variaciones del deflactor de la demanda final

El perfil del crecimiento del deflactor de la demanda final durante las dos últimas décadas, en los cinco países europeos objeto de comparación —Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España—, representado en el gráfico 3, muestra una pauta relativamente común. No obstante, durante los períodos de aceleración de la inflación, tendió a aumentar la dispersión de los precios entre países, mientras que en la fase de desaceleración se avanzó significativamente en la reducción de los diferenciales inflacionistas. Entre los años 1987 y 1988, se paralizó, en el plano comunitario, el proceso de reducción del ritmo de avance de los precios.

España fue el país que mostró una mayor resistencia a la desaceleración de su tasa de inflación, tras sufrir los efectos del primer choque energético, de tal forma que los precios mantuvieron una tendencia creciente hasta 1977, situándose el crecimiento del deflactor de la demanda final, en dicho año, en el 23 %, mientras que el resto de los países prácticamente había absorbido los efectos del primer encarecimiento drástico de la energía. En concreto, el crecimiento del deflactor en Alemania se situó, en 1977, en el 3,4 %, mientras que en el Reino Unido seguía

3. Deflactor de la demanda final (a)



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.
(a) Tasas de crecimiento.

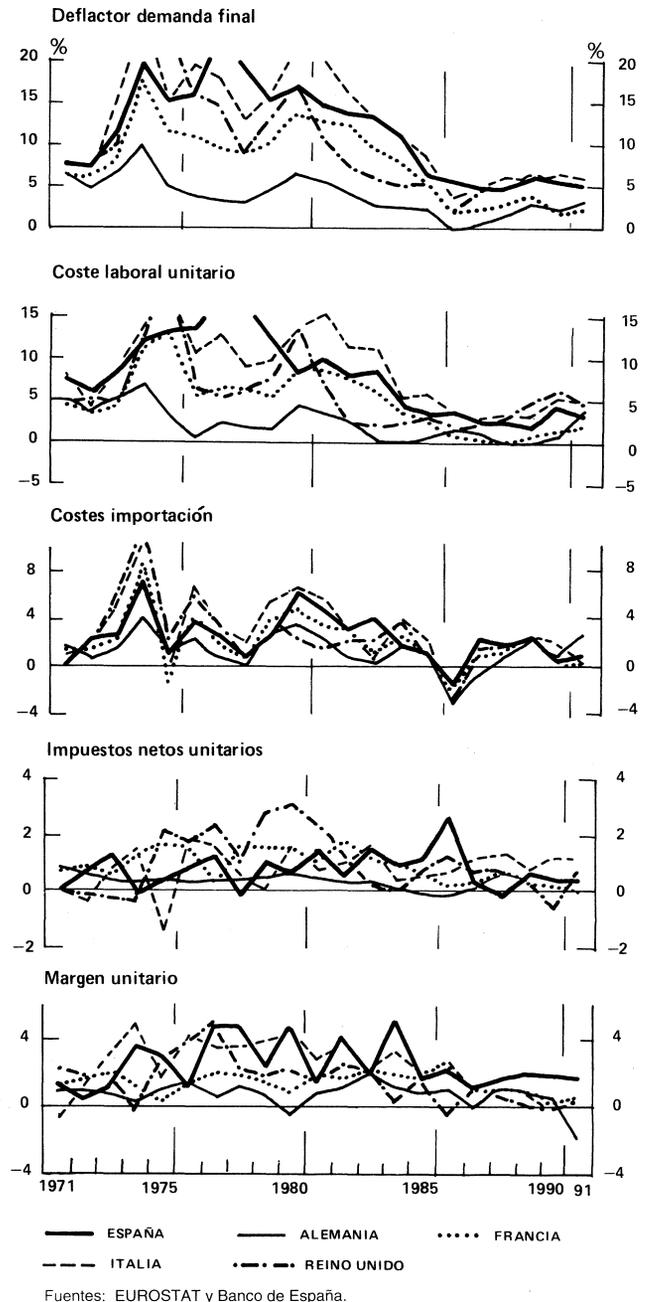
siendo relativamente elevado (14 %), pero, en todo caso, muy inferior al de España.

Tras el impacto de la segunda crisis energética, la desaceleración de los precios en la economía española durante los cuatro primeros años de la década de los ochenta fue muy moderada, en relación con la de otros países, situándose el crecimiento medio acumulado en un 14,7 %. A partir de 1984, y hasta 1988, se avanzó significativamente en la reducción del diferencial inflacionista medido a través del deflactor de la demanda final, que disminuyó en 7 puntos porcentuales respecto a Alemania. El crecimiento del deflactor pasó del 13,2 % en 1983, al 4,8 % en 1988. Posteriormente, el repunte inflacionista observado en todas las economías consideradas provocó la aparición de dos bloques de países: Alemania y Francia —el primero, hasta 1990—, que habían alcanzado niveles de inflación muy bajos, mostraron una aceleración de los precios más moderada que el Reino Unido, Italia y España, produciéndose un nuevo aumento en el grado de dispersión, o, al menos, frenándose la tendencia hacia la reducción de los diferenciales inflacionistas.

2.2.1. Costes de importación

En el gráfico 4, se ha representado la contribución de los distintos componentes de los costes y del excedente a las variaciones del deflactor de la demanda final en los cinco países considerados. Los

4. Aportaciones al crecimiento de la demanda



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

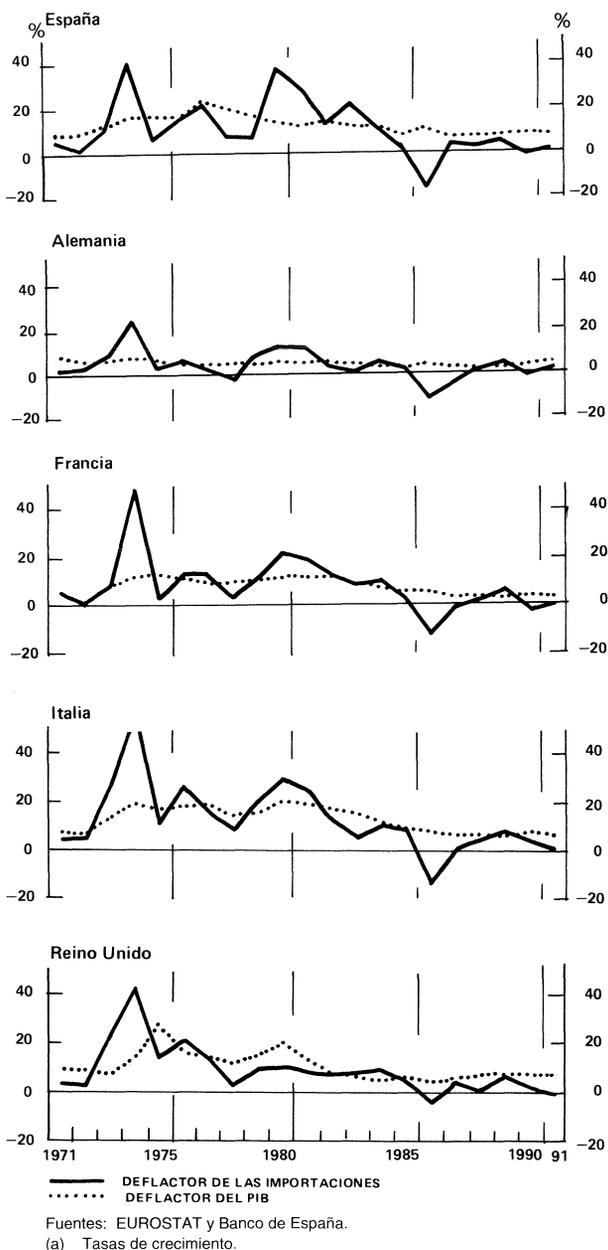
dos picos inflacionistas de 1974 y 1980 vinieron precedidos por la explosión de los costes de importación derivados de los dos choques energéticos. La desaceleración posterior de dichos costes, que alcanzó ritmos muy fuertes en 1986 y 1987, contribuyó a la reducción de la inflación. A partir de 1987, los costes de importación se colocaron en niveles considerados más sostenibles a medio plazo. Dado el favorable comportamiento de los costes de importación durante estos últimos años, cabe concluir que la reciente aceleración de la inflación ha venido explicada por factores internos, asociados, en gran medida, al comportamiento de los costes unitarios del trabajo.

El deflactor de la demanda final se puede expresar como suma ponderada del deflactor del PIB y del deflactor de las importaciones, siendo la ponderación de cada componente su participación en la demanda final real. Esta descomposición permite centrar la atención en el efecto directo que los precios de las importaciones ejercen en la dinámica inflacionista. Adicionalmente, es posible aislar la influencia del tipo de cambio en la evolución del deflactor de las importaciones, para lo cual se ha utilizado una serie de tipo de cambio efectivo nominal frente a los países desarrollados.

La comparación de las tasas de variación de los deflatores del PIB y de las importaciones, representadas en el gráfico 5, permite distinguir pautas de comportamiento diferentes entre España y el resto de los países. En el caso de la economía española se pueden identificar tres etapas: durante la década de los setenta el deflactor del PIB se situó por encima del deflactor de las importaciones, con la excepción de 1974; durante el primer quinquenio de los ochenta, se produjo el fenómeno inverso, y, a partir de 1985, el deflactor del PIB volvió a situarse por encima del deflactor de las importaciones. A grandes rasgos, estas distintas fases señalan que, durante la década de los setenta, y a excepción de 1974, fueron los precios internos los que en mayor medida contribuyeron a la aceleración de la inflación, medida a partir del deflactor de la demanda final. Por el contrario, el inicio del período de desaceleración de los precios se vio frenado, durante los primeros años ochenta, por el comportamiento alcista de los precios de importación. A partir de 1985, se inició una senda de moderación de los precios de importación, alcanzando su punto máximo en 1986 y manteniéndose estabilizados a partir de entonces. Esta evolución favorable de los precios de los bienes importados desempeñó un destacado papel en la desaceleración de la inflación.

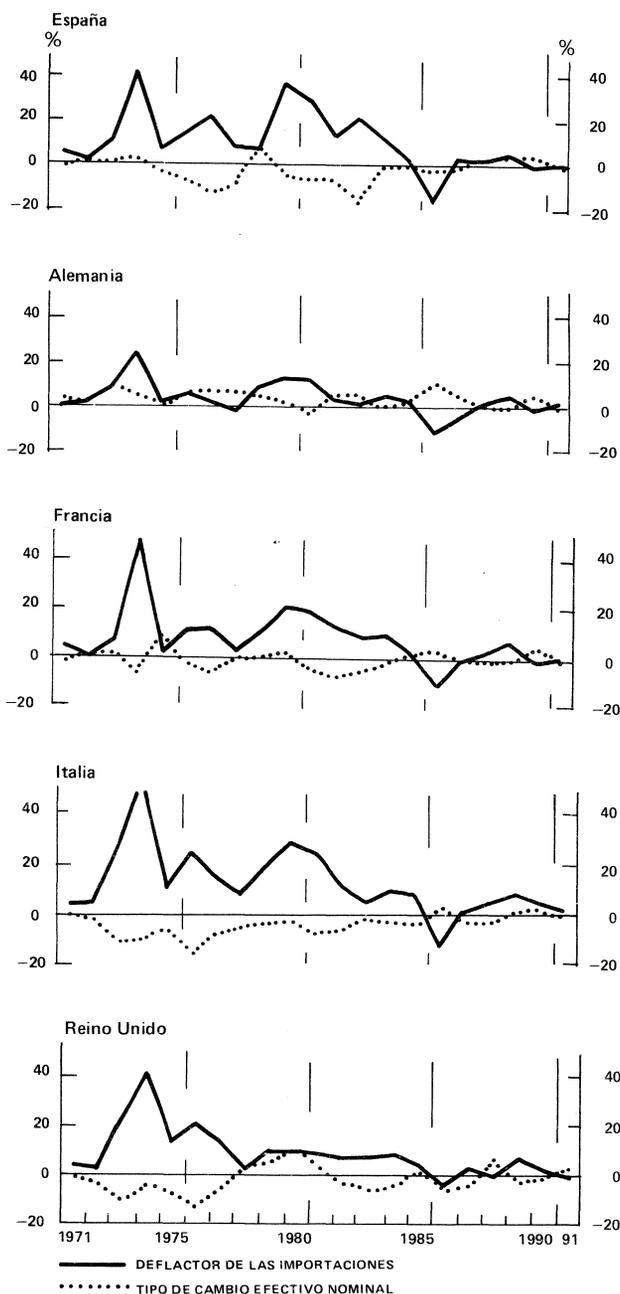
En el gráfico 6, se han representado las tasas de crecimiento del deflactor de las importaciones y del tipo de cambio, lo que permite distinguir la incidencia de esta última variable en el comportamiento de

5. Deflatores del PIB y de las importaciones (a)



la primera. Se aprecia cómo, durante gran parte de los años setenta —con la notable excepción de 1979— y los primeros ochenta, la debilidad del tipo de cambio de la peseta fue un elemento impulsor en el crecimiento de los precios de importación, acen tuándose las tensiones de origen externo que éstos estaban experimentando. Posteriormente, la política de fortaleza del tipo de cambio de la peseta contribuyó a moderar aún más el comportamiento entonces favorable de los precios internacionales.

6. Deflactor de las importaciones y tipo de cambio efectivo nominal



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

Otras economías, como la alemana, con una evolución más estable de su tipo de cambio, atenuaron considerablemente las fluctuaciones de los precios de importación expresados en su propia moneda.

2.2.2. Costes laborales

El factor interno que en mayor medida ha contribuido a las variaciones del deflactor de la demanda final es el coste laboral unitario, siendo, a la vez, en el que se aprecian mayores discrepancias entre países, tanto respecto a su perfil como a su importancia relativa.

El encarecimiento de los precios de la energía indujo en todos los países una aceleración de los costes laborales unitarios que intensificó el crecimiento de los precios interiores. Las mayores discrepancias se produjeron durante la primera crisis, cuando los crecimientos de los costes laborales unitarios fueron más intensos, y se retrasó, en mayor medida, su proceso de desaceleración, aunque dicho comportamiento varió significativamente entre países. En particular, destaca el caso de España, donde la aceleración de los costes laborales unitarios se mantuvo hasta 1977, situándose su tasa de crecimiento, en ese año, en el 24,2 %, frente a una notable desaceleración en el resto de los países. En Alemania, el crecimiento de los costes laborales unitarios, en 1977, fue del 3,3 %, mientras que en el resto de los países el crecimiento osciló en torno al 10 %.

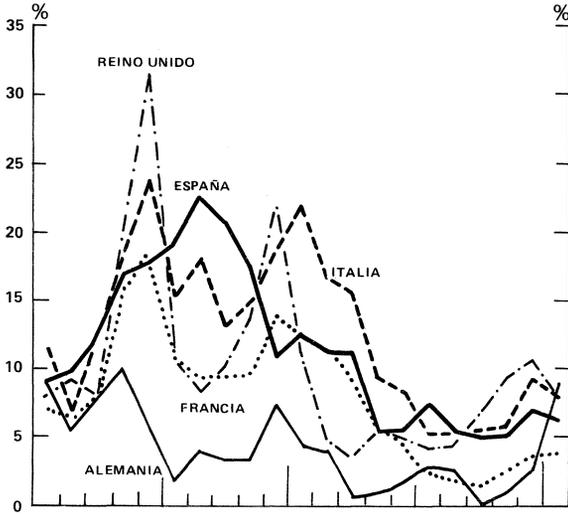
Durante la década de los ochenta, la pauta de comportamiento de los costes laborales unitarios por unidad del PIB, representada en el gráfico 7, tendió a hacerse más homogénea, produciéndose en todos ellos una progresiva reducción de sus ritmos de crecimiento, de una intensidad relativamente mayor en los países que partían de cotas más elevadas. El resultado fue una importante desaceleración de los precios, así como una reducción de los diferenciales inflacionistas. El período de moderación salarial entre 1981 y 1987, que en España supuso pasar de una tasa del 14,9 %, en 1980, al 6,2 %, en 1988, fue el principal factor explicativo de la desaceleración de los costes laborales unitarios, aunque también contribuyeron los aumentos registrados en la productividad del trabajo. A partir de 1988, se produjo, en todos los países europeos, una aceleración de los salarios que, en combinación con un menor ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo, indujo una aceleración de los costes laborales unitarios, aumentando su contribución al crecimiento de los precios.

En el gráfico 8, se ha representado el crecimiento medio acumulado de la productividad del trabajo y de sus componentes durante el primero y el segundo quinquenio de la década de los ochenta, observándose que España fue el país con crecimientos de la productividad del trabajo más intensos durante el primer período y más moderados durante el segundo. En los primeros años ochenta, el fuerte proceso de destrucción de puestos de trabajo registrado en la economía española permitió que la productividad del trabajo creciera a una tasa media acumulada del 3 %,

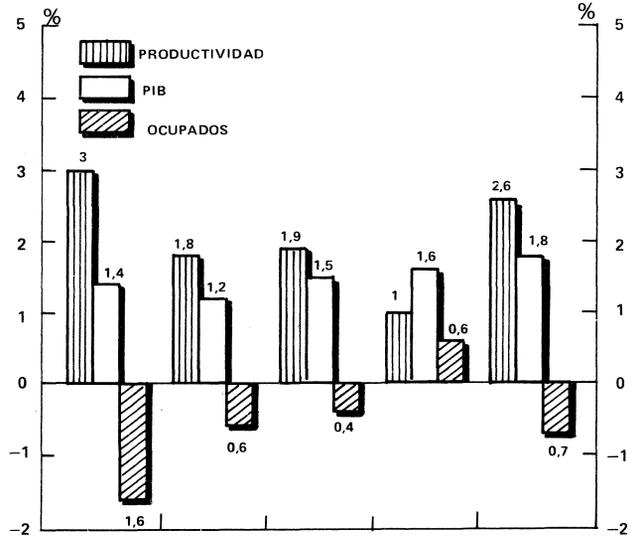
7. Costes laborales (a)

8. Productividad, PIB y empleo

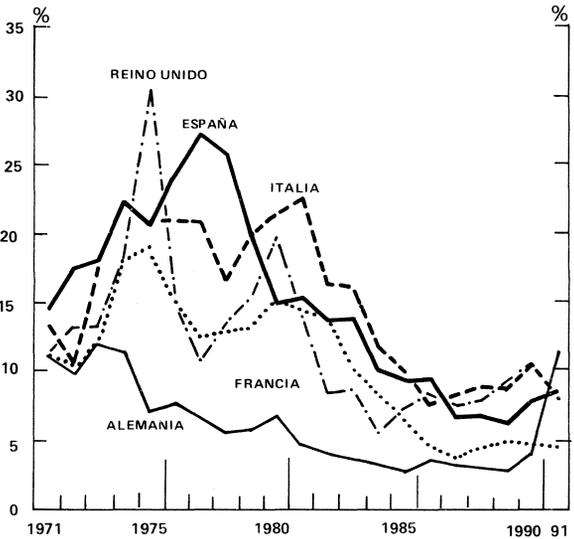
Coste laboral por unidad del PIB



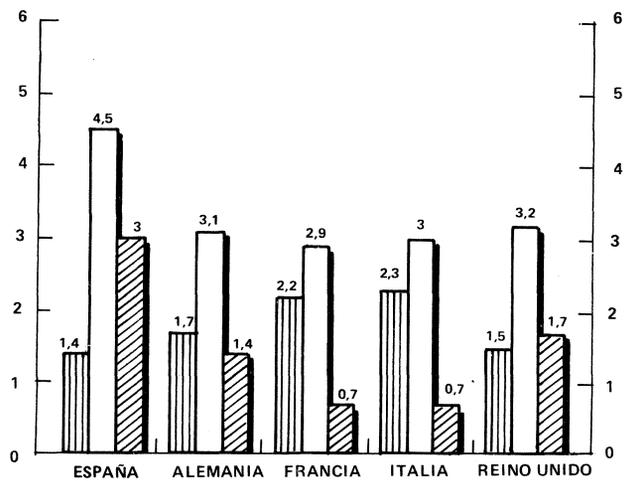
Crecimiento medio acumulado 1980-1985



Remuneración por asalariado (a)



Crecimiento medio acumulado 1986-1990



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.
(a) Tasas de crecimiento.

Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

de tal forma que la caída del empleo contribuyó, a través de las ganancias de productividad aparente, a la desaceleración de los precios, con una intensidad relativamente mayor que en el resto de los países. En el segundo quinquenio, el proceso se invirtió y España volvió a situarse en el lado extremo, siendo el país que alcanzó avances más moderados de la productividad del trabajo: la mitad del registrado en el período anterior.

El intenso dinamismo de la demanda durante los últimos años de la década de los ochenta ejerció una fuerte presión sobre los factores de producción, dando lugar a un notable aumento de la utilización de la capacidad productiva y a un fuerte crecimiento del empleo, reduciéndose el ritmo de crecimiento de la productividad aparente. Al contrario de lo que ocurrió durante el quinquenio anterior, el proceso de creación de empleo indujo un freno a la desacelera-

ción de los costes laborales unitarios, fenómeno que revistió mayor intensidad en la economía española. Esta situación muestra cómo, para seguir avanzando simultáneamente en la reducción del diferencial de los costes laborales unitarios y del desempleo, es necesaria una moderación salarial de una intensidad relativamente mayor en la economía española que en el resto de los países europeos, que presentan una tasa de paro notablemente inferior.

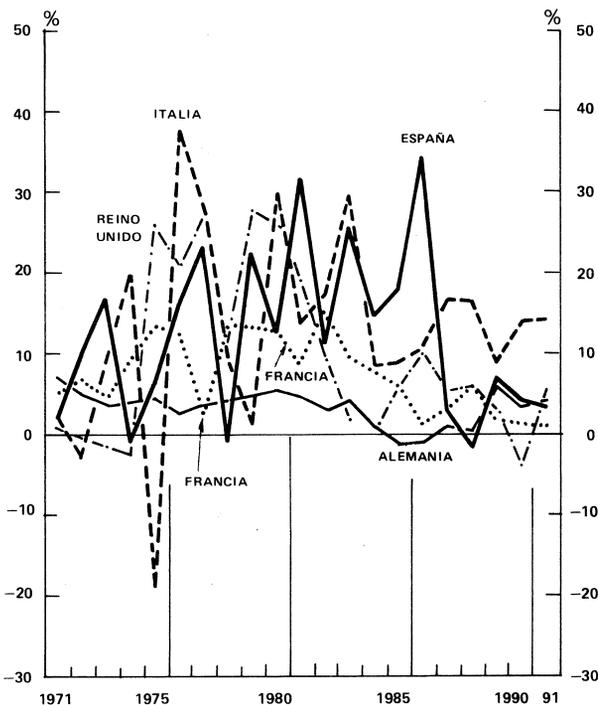
En el resto de los países comunitarios, aunque no se produjo un cambio tan brusco en el ritmo de crecimiento de la productividad, sí se aprecia que, durante el segundo período, dicha variable mostró un menor dinamismo, en relación al crecimiento de la producción, fruto de la desigual evolución del empleo entre ambos períodos. Este cambio en la evolución del empleo en el marco europeo pudo explicarse por un conjunto de factores, entre los que cabe destacar: el crecimiento relativo del sector servicios frente a la industria, con unos mayores requerimientos de empleo por unidad producida; la incidencia de los programas de fomento del empleo para combatir las altas tasas de paro existentes en la Comunidad, y el cambio en la utilización de los factores de producción surgido a partir de la moderación registrada por los salarios durante el período anterior, que, en combinación con unas políticas económicas restrictivas, dieron lugar a altos crecimientos de los tipos de interés, por lo que tendió a encarecerse el capital en relación a la mano de obra (2).

2.2.3. Impuestos indirectos netos de subvenciones

Otro componente del indicador de costes que contribuye a explicar las variaciones de los precios, aunque con un impacto más reducido, son los impuestos indirectos netos de subvenciones. Su evolución depende de los cambios que se han ido produciendo en los distintos países en la imposición indirecta, por lo que no cabe esperar una pauta de comportamiento común. Aunque el impacto inflacionista de un aumento impositivo es temporal, existe el riesgo de que dicha modificación induzca un aumento de las expectativas inflacionistas, y, en la medida en que éstas se trasladan a los salarios, pueden dar lugar a un crecimiento de los costes laborales unitarios, presionando al alza los precios y afianzando dichas expectativas.

En el gráfico 9, se observa que España y el Reino Unido fueron los países que experimentaron tasas de crecimiento relativamente más intensas de los impuestos indirectos netos de subvenciones durante la década de los setenta, pero, a partir de 1980, pre-

9. Impuestos indirectos netos de subvenciones (a)



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.
(a) Tasas de crecimiento.

sentaron una evolución muy dispar, ya que mientras en el Reino Unido se produjo una brusca reducción —fenómeno que fue común al resto de los países, con la excepción de Italia—, en España siguieron manteniéndose tasas de crecimiento muy elevadas hasta 1986, año a partir del cual se produjo una intensa aproximación a las tasas de crecimiento de las demás economías.

2.3. Cambios en el reparto de la demanda final y su incidencia sobre los precios

Una vez analizado el perfil temporal de los distintos componentes del indicador de costes, resulta interesante ampliar esta información, incluyendo la evolución del margen unitario, para poder apreciar, dentro de un contexto más globalizado, los cambios que se han ido produciendo en el reparto de la demanda final y cómo han influido sobre el comportamiento de los precios.

Los distintos ritmos de crecimiento de los costes unitarios y del excedente unitario van cambiando gradualmente su participación en la demanda final. El crecimiento del excedente unitario no implica, ne-

(2) Para un análisis más detenido del tema ver «Developments on the EC labour market since 1983», *European Economy* (1991), Study nº 3, págs. 117-121.

cesariamente, el incremento del «mark-up» sobre los costes totales o de la participación del excedente en la demanda final, ya que el signo de tales variaciones depende también del cambio relativo registrado por los precios y los costes unitarios. Sin embargo, si el excedente unitario crece a un ritmo superior al de los costes, se producirá un aumento de su participación y, por tanto, un incremento del «mark-up». Adicionalmente, durante los períodos de desinflación, los costes tienden a desacelerarse, de tal forma que las empresas pueden aumentar sus márgenes por el simple retraso del ajuste de los precios. Hay que tener presente que el margen unitario cubre tanto el coste del capital y de otros factores productivos distintos del trabajo, de los consumos intermedios y de los impuestos netos de subvenciones, como los beneficios empresariales.

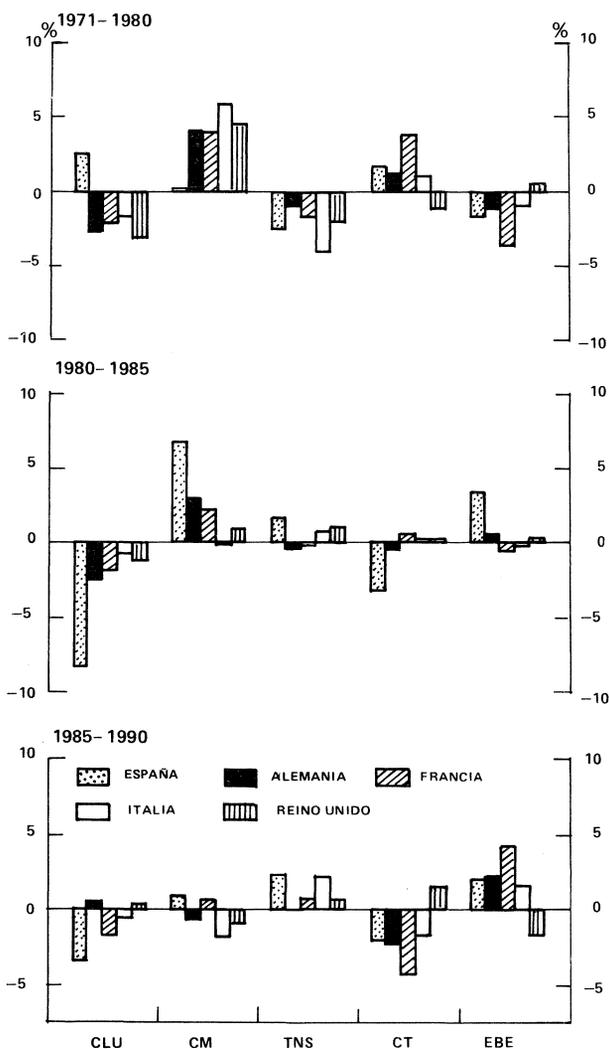
El análisis de la evolución de las ponderaciones o, lo que es lo mismo, de las participaciones de los costes y del excedente bruto de explotación en la demanda final, aporta información sintética sobre los componentes que en mayor medida han contribuido a explicar las variaciones de los precios. Aunque en un horizonte temporal suficientemente dilatado las ponderaciones tienden a ser estables, a corto plazo pueden variar significativamente e incluso perdurar durante varios años. Dichos cambios, que reflejan el intento por parte de los distintos agentes sociales de apropiarse de una mayor participación de la renta real, ayudan a entender la dinámica inflacionista, así como el origen de las resistencias para iniciar un proceso de desaceleración de los precios.

Resulta interesante distinguir la evolución de las ponderaciones en tres períodos: (1971-1979), (1980-1985) y (1986-1990), situación que aparece reflejada en el gráfico 10. En términos generales, exceptuando el caso de España, se aprecia una pauta de comportamiento relativamente común. Durante la década de los setenta, las ponderaciones de los costes totales tendieron a aumentar, en detrimento de la participación del excedente bruto empresarial. Esta estructura se mantuvo en niveles relativamente constantes hasta el segundo quinquenio de la década de los ochenta, período durante el cual se produjo una recuperación de márgenes hasta alcanzar niveles ligeramente superiores a los prevalecientes en 1970. No obstante, hay que tener presente que el concepto de márgenes que se está utilizando es en términos brutos, por lo que no se excluye la depreciación del capital, que alcanzó gran intensidad tras el encarecimiento de la energía (3).

(3) En este artículo se ha hecho abstracción de la rentabilidad, al circunscribirse al marco de las Cuentas Nacionales. Para avanzar en esta dirección, es necesario utilizar datos del stock de capital, así como de su depreciación. Pese a esta abstracción, no hay que olvidar la importancia del proceso de depreciación del capital surgido a partir del encarecimiento de la energía. En «The profitability of fixed capital and its relation with investment», *European Economy* (1991), Study nº 2, se lleva a cabo un estudio de estas materias a nivel comunitario.

En el gráfico 10, se aprecia que, en los países europeos considerados, exceptuando España, el aumento de la ponderación de los costes totales unitarios durante los años setenta provino de los mayores costes de importación, mientras que los costes laborales unitarios y los impuestos indirectos tendieron a perder participación relativa. Por tanto, el primer impacto del petróleo se saldó con una pérdida de participación, tanto del margen unitario como de los costes laborales unitarios, reflejo del traspaso de renta real a los países productores de petróleo. Durante el

10. Cambio en las ponderaciones



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.
 CLU: Coste laboral unitario.
 CM: Costes de importación unitarios.
 TNS: Impuestos indirectos netos de subvenciones.
 CT: Costes totales.
 EBE: Excedente bruto de explotación.

segundo impacto energético, se mantuvieron prácticamente constantes las ponderaciones de los costes totales y del margen, y el aumento de participación de los costes de importación se vio compensado por una pérdida adicional de la ponderación de los costes laborales unitarios. Una vez asimilado el segundo impacto del petróleo, el mantenimiento de una senda de moderación de los salarios nominales, junto con la influencia positiva de la reducción de los costes de importación, indujo una recuperación del margen unitario, que terminaría afectando a la moderación salarial.

Por lo tanto, la desaceleración de los precios durante la década de los setenta exigió un cambio en el reparto de la demanda final a favor de los países productores de petróleo y en contra de la demanda interna, que se distribuyó entre trabajadores y empresarios. Como se observa en el gráfico 10, en España no se produjo dicho cambio de ponderaciones. El intenso proceso inflacionista que se generó permitió trasladar en el tiempo los efectos que sobre la distribución de la demanda final implicó la crisis energética en el resto de los países, de tal forma que durante este período no se produjo un aumento de la participación de los costes de importación, al crecer los precios internos más que el deflactor de las importaciones. Pese a ello, el fuerte crecimiento salarial dio lugar a un deterioro del margen empresarial. Esta particular configuración del reparto de la demanda final, propia de una economía que está desarrollando una espiral inflacionista, trajo consigo un período de destrucción de empleo, que tendió a limitar los crecimientos de los costes laborales unitarios y a frenar el deterioro del margen bruto empresarial. La consecuencia fue que el proceso inflacionista se saldó con un aumento del reparto de la renta a favor de los ocupados y en contra de los parados y del excedente, dilatándose la repercusión de los mayores costes de importación.

El resultado fue que se alcanzó una dinámica de formación de precios y costes incompatible con la estabilidad económica, la renovación del aparato productivo y la creación de empleo, y por tanto, imposible de mantener a largo plazo en condiciones competitivas, lo que, a su vez, limitaba el crecimiento potencial. La instrumentación de una política monetaria restrictiva, que al frenar el crecimiento de la demanda dificultase el mecanismo de transmisión de los aumentos de los costes a precios, y una política de rentas tendente a romper el mecanismo de indexación salarial permitieron iniciar el proceso de desaceleración de la tasa de inflación.

Durante el primer quinquenio de la década de los ochenta, la participación de los costes de importación aumentó en 6,7 puntos porcentuales, mientras que el descenso de los costes laborales fue de 8,5 puntos, siendo la intensidad de dichos cambios muy

superior a la del resto de los países. Por el contrario, el margen unitario aumentó en 3,4 puntos, frente a una práctica estabilidad en el resto de los países. Por lo tanto, el inicio del proceso de desaceleración de los precios vino impulsado por la intensa caída de participación de los costes laborales unitarios, fruto de un período de moderación salarial y de un intenso proceso de destrucción de empleo, a través del cual se consiguieron importantes ganancias de productividad.

Los pobres resultados que durante este período se consiguieron en el terreno de la desaceleración de los precios, en relación al resto de los países, a pesar de la intensa reducción de la participación de los costes laborales unitarios, se debieron, por un lado, a que fue durante estos años cuando España hizo frente a la crisis energética, aceptando un reparto de la renta a favor de los países exportadores de petróleo y en contra del gasto interior, lo que se tradujo en un crecimiento del deflactor de las importaciones superior al del deflactor del PIB. Por otro lado, mientras que en el resto de los países se había hecho frente con prontitud al «shock» energético, manteniéndose posteriormente las participaciones relativas de los trabajadores y de los empresarios en el reparto del producto, en España el retraso mencionado agravó el ajuste, produciéndose una fortísima pérdida de empleo que permitió una recuperación de los márgenes empresariales.

El crecimiento del margen empresarial en ese período se produjo como consecuencia del lento mecanismo de transmisión de los menores costes a los precios, que pudo ser el resultado de dos factores distintos o de la combinación de ambos. Por un lado, la transmisión de la desaceleración de costes a precios tiende a acelerarse en economías abiertas, sometidas a un elevado nivel de competencia. La escasa apertura de la economía española al exterior, especialmente hasta su incorporación a la Comunidad Económica Europea, puede explicar parte de esa lentitud. Por otro lado, hay que tener presente la situación de la economía española al inicio de la década de los ochenta. Tras un largo período recesivo y con fuertes tensiones inflacionistas, las empresas se enfrentaron al proceso de desaceleración de precios en unas condiciones de rentabilidad muy precarias, de tal forma que la recuperación de los márgenes durante este período era una condición necesaria para restaurar la rentabilidad de las empresas. El lento crecimiento de la producción real, acompañado de intensas destrucciones de puestos de trabajo, confirma que una parte importante de los aumentos del margen unitario se obtuvo a través de la destrucción de la capacidad productiva menos rentable, con fuertes necesidades de empleo. Además, la reducción de los requerimientos de empleo por unidad de producto puede interpretarse como una vía adicional de moderación en los costes laborales unitarios, mejorando así la rentabilidad de las empresas.

A partir de 1984, se intensificó el proceso de desaceleración de los precios, al mantenerse la moderación salarial en un contexto de favorable evolución de los costes de importación. El leve aumento de la participación de los costes de importación se debió a la fuerte penetración de las importaciones a raíz de nuestra incorporación a la CEE, ya que el deflactor de las importaciones mostró un comportamiento muy moderado, favorecido por la apreciación de la peseta. Durante este período, la participación del margen bruto empresarial siguió aumentando, ganando 3 puntos porcentuales, en línea con lo que ocurrió en el resto de los países, pero, en este caso, en un contexto de elevado crecimiento de la demanda y del empleo, de tal forma que la recuperación de márgenes durante el segundo quinquenio de la década de los ochenta, tras la que se había registrado en años anteriores, tendió a frenar la desaceleración de los precios.

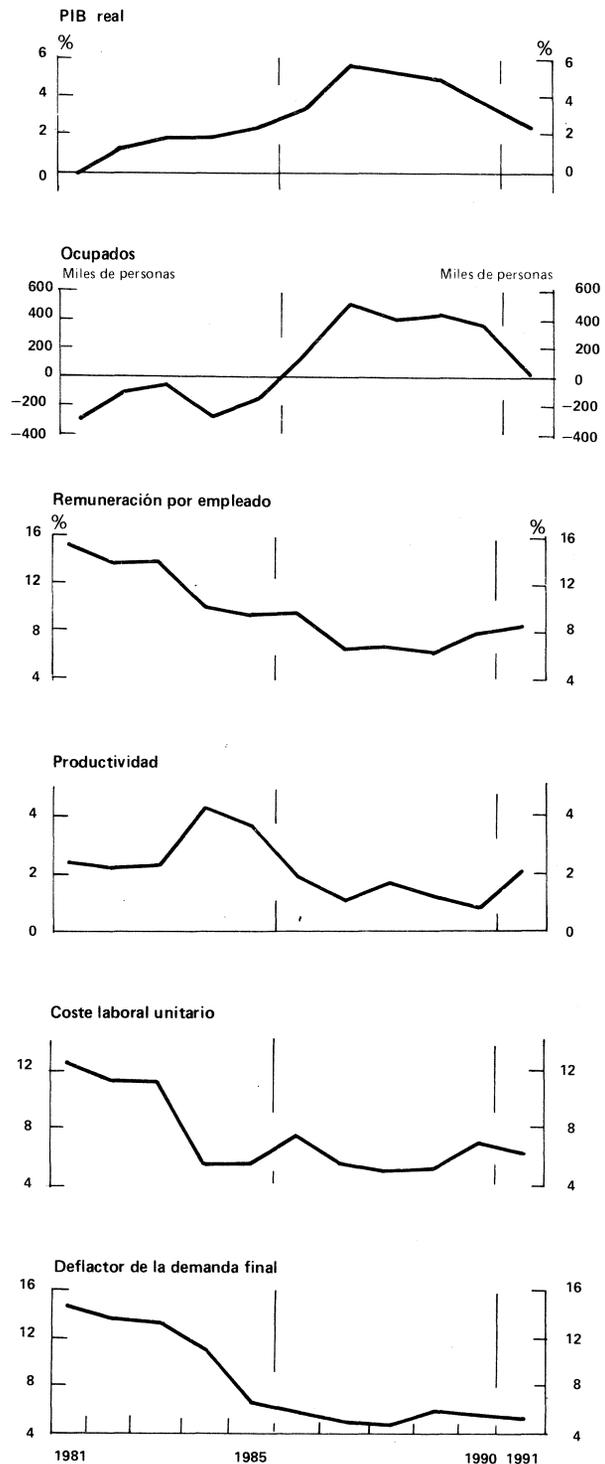
El aumento de márgenes, que, como se aprecia en el gráfico 10, fue generalizado en el plano comunitario, surgió de la elevada presión de la demanda que caracterizó a estos años de fuerte crecimiento económico y elevada utilización de la capacidad productiva. El inicio de la aceleración de los salarios nominales durante los últimos años de la década de los ochenta, que se desarrolló con distintos ritmos de intensidad a escala comunitaria, pudo venir motivado por el intento de los trabajadores de repartir las ganancias del período de expansión económica, tras una década de pérdida de participación de los costes laborales unitarios. Italia, Gran Bretaña y España fueron los países que experimentaron mayores presiones salariales —uniéndoseles Alemania, en 1991—, al igual que ocurrió tras la primera crisis energética, y las causas pueden encontrarse —como luego se verá, para el caso de la economía española— en las características específicas del funcionamiento del mercado de trabajo en dichos países.

2.4. Evolución reciente del indicador de costes y precios en España

Como ya se ha indicado, el período de desaceleración de la tasa de inflación de la economía española —medida, como se hace en este trabajo, a partir del deflactor de la demanda final— se detuvo a partir del año 1988. La fuerte presión de la demanda iniciada en 1985, y que alcanzó una intensidad especial en 1988 y en la primera mitad de 1989, puso en marcha, de nuevo, una dinámica inflacionista —precedida por un aumento de los márgenes— y la reaparición del mecanismo de iniciación salarial, que terminaría afectando al ritmo de creación de empleo (véase gráfico 11).

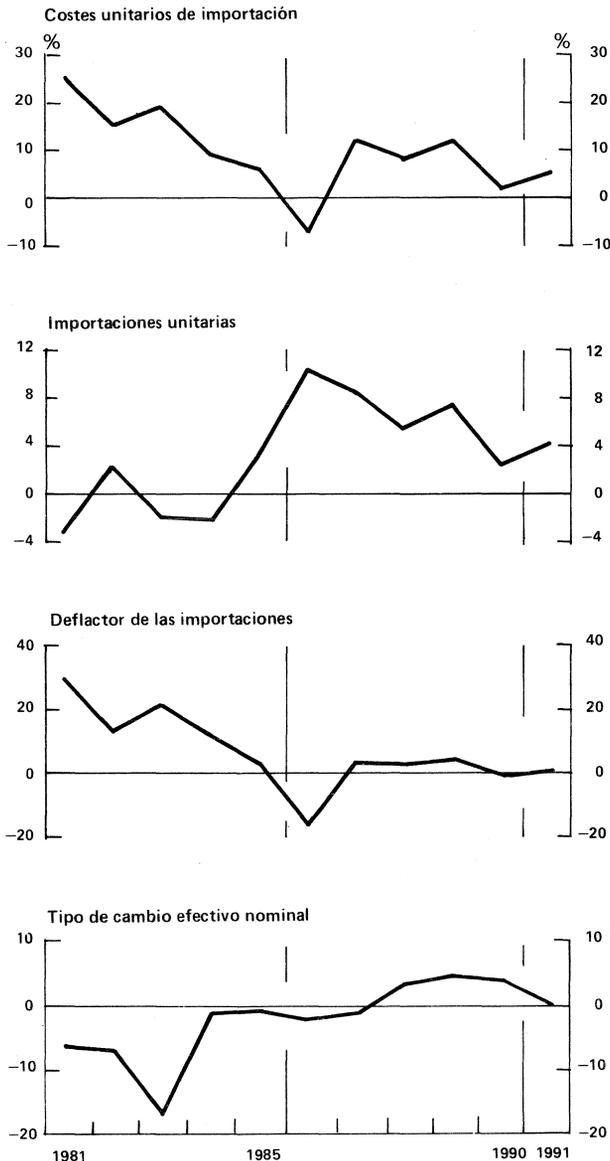
Como se aprecia en el gráfico 12, el indicador de costes de importación tuvo una importante recupera-

11. Composición del deflactor de la demanda final



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

12. Composición de los costes de importación



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

ción tras su retroceso en el año 1986, no por el aumento en el precio de estos bienes —que fue moderado y contó, además, con el efecto amortiguador del tipo de cambio de la peseta—, sino por el fortísimo incremento registrado en las importaciones unitarias (por unidad de demanda final). Los costes unitarios del trabajo, por su parte, continuaron desacelerándose hasta el año 1989, no por el comportamiento del coste laboral por unidad de producto —la remuneración por asalariado había encontrado ya un

suelo en su ritmo de desaceleración y no se registraban aumentos importantes en la productividad—, sino por la incidencia del efecto sustitución. La sustitución de bienes producidos con trabajo nacional por bienes importados supuso una moderación en los costes del trabajo, dado el buen comportamiento de los precios de importación (ver cuadros del apéndice).

La intensidad del crecimiento de la demanda permitió que continuaran los aumentos en los márgenes empresariales, que contribuyeron, por tanto, a la aceleración de la tasa de inflación y a la puesta en marcha del mecanismo de indiciación salarial mencionado. De todos modos, la aceleración salarial no se hizo patente con claridad hasta el año 1990. En los años anteriores, aunque la negociación salarial reflejaba ya las rigideces del mercado de trabajo, los cambios en la composición del empleo, con el auge de la contratación temporal, ejercían un efecto moderador en el salario por persona empleada.

La situación cambiaría notablemente en 1990. Tras el fuerte aumento del deflactor de la demanda final en 1989 —6 %, frente a 4,8 % en el año anterior—, se pasó a instrumentar una política de control monetario más rigurosa, que pronto incidiría en la tasa de aumento de la demanda y de las importaciones. El efecto moderador de estas últimas en los costes del trabajo —vía efecto sustitución— disminuyó, por tanto, rápidamente, mientras que los costes unitarios del trabajo pasaron a desempeñar el papel impulsor en el crecimiento de los precios, como consecuencia tanto del incremento de los costes laborales nominales —que se situó en el 8 %, frente a 6,3 % del año anterior— como del bajo aumento en la productividad, fruto del ajuste retrasado del empleo a la desaceleración de la actividad. El crecimiento del excedente superó al del deflactor de la demanda, por lo que se produjo una nueva ampliación de los márgenes empresariales, aunque con un reparto claramente diferenciado, según las distintas actividades productivas. Aquellas que mantuvieron mayores crecimientos de la demanda y se encontraron menos expuestas a la competencia exterior —construcción y determinadas ramas del sector servicios— aumentaron sus márgenes considerablemente; por el contrario, los sectores industriales, con mayores presiones competitivas internas y externas y con una demanda en claro declive, tuvieron que reducir drásticamente sus márgenes ante el avance de los costes.

Las cifras del año 1991 muestran las tensiones inflacionistas que mantiene la economía española y que hacen enormemente costosa —en términos de crecimiento económico y de creación de empleo— la reducción en unas décimas del deflactor de la demanda final. Los costes laborales siguen presionando con fuerza, a pesar de que el aumento en la productividad compensó en alguna medida la acelera-

ción de las remuneraciones, y es de nuevo el efecto sustitución, ya mencionado, el que moderó el incremento de los costes del trabajo. En cualquier caso, no se redujo significativamente el indicador de costes, ya que los costes de importación avanzaron tres puntos porcentuales, debido, sobre todo, al crecimiento de las importaciones unitarias. El aumento del excedente volvió a superar al del deflactor de la demanda, pero, igual que en el año anterior, con un comportamiento muy distinto entre los diferentes sectores productivos.

3. EL MERCADO DE TRABAJO EN ESPAÑA

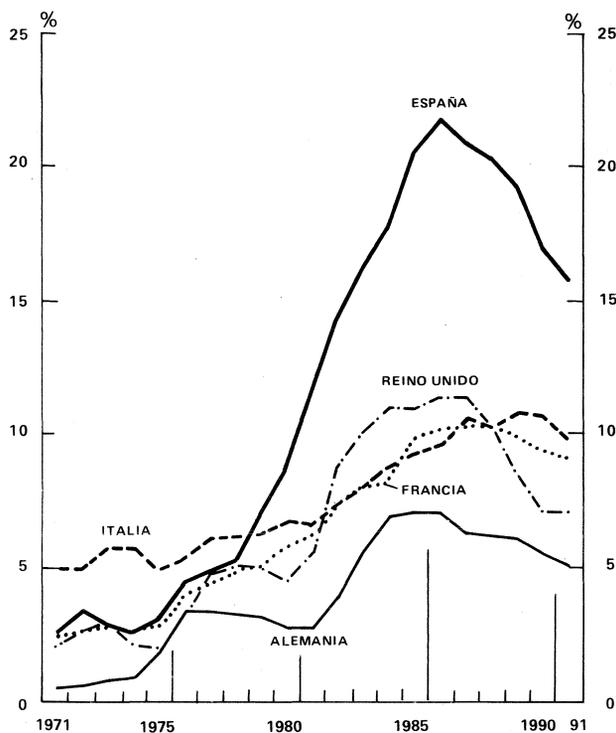
Como se ha visto en los epígrafes anteriores, los costes laborales unitarios del trabajo desempeñaron un papel fundamental a la hora de explicar las variaciones de los precios en España, bien por su impacto directo sobre la tasa de inflación, bien por la existencia de mecanismos de indicación salarial, que transmiten y amplifican las tensiones de otro origen. Las pautas de comportamiento salarial, ajenas, en gran medida, a la evolución del mercado de trabajo, amplifican los costes de las políticas antiinflacionistas instrumentadas.

Aunque la determinación de las causas que explican la insensibilidad de los salarios a las condiciones del mercado de trabajo —España sigue manteniendo una elevada tasa de paro (17 %) y se ha iniciado un intenso proceso de desaceleración del ritmo de crecimiento del empleo— desborda el objetivo del presente artículo, en las páginas que siguen se ha intentado resaltar los principales factores que inciden en dicho comportamiento. Para ello, se ha partido de una exposición muy simplificada del comportamiento de los salarios durante la década de los ochenta, centrando la atención en los aspectos que parecen tener un mayor poder explicativo en el caso de la economía española. También se han tenido en cuenta las características estructurales del mercado de trabajo español, que ha sufrido importantes modificaciones durante estos años. Asimismo, se presentan algunas cifras sobre la evolución de los salarios en la economía española durante la década de los ochenta, comparándolas con las registradas en los cuatro países europeos ya mencionados.

3.1. Principales características del mercado de trabajo español

La inercia de los procesos inflacionistas descrita en los epígrafes anteriores estuvo acompañada de altas tasas de paro. En el gráfico 13, se aprecia que, entre todos los países objeto de comparación, España ha alcanzado la tasa de paro más elevada y persistente, aunque el proceso ha sido generalizado. El gran número de estudios que surgió a raíz del fuerte

13. Tasas de paro



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

crecimiento del paro en la mayoría de los países industrializados dio origen a la aparición del concepto de NAIRU, o tasa de paro no aceleradora de la inflación, que en su formulación más simple establece un nivel de desempleo para el cual los crecimientos de los salarios demandados por los trabajadores son compatibles con los que están dispuestos a pagar los empresarios en función de sus aspiraciones o capacidad de fijación de los precios. El nivel de paro necesario para ejercer presión sobre el crecimiento de los salarios nominales depende de las características estructurales de los mercados de trabajo y de productos, y, por tanto, varía en función de los países. Estudios recientes sobre el tema (4) sitúan el nivel actual de la NAIRU en España en torno al 14 %, frente a una tasa de paro vigente del 17 %.

A partir del concepto de NAIRU, se llega a la conclusión de que, para conseguir reducciones significativas en la tasa de paro compatibles con la estabilidad de los precios, es necesario centrar la atención en las características estructurales del mercado de trabajo y de productos, con el fin de reducir las restricciones de oferta. Por el contrario, una política ma-

(4) A. R. Lamo y J. J. Dolado (1991).

croeconómica expansiva que coloque el paro corriente por debajo del que establece el nivel de la NAIRU no conseguirá reducir el paro a largo plazo y provocará presiones inflacionistas.

Adicionalmente, el concepto de histéresis proporciona argumentos para explicar la permanencia de las altas tasas de paro surgidas a raíz de la crisis energética. En términos muy simples, el concepto de histéresis se basa en que el desempleo corriente depende directamente, y de forma muy intensa, de los niveles de desempleo pasados. Este fenómeno se produce cuando el mercado de trabajo establece un equilibrio para un determinado nivel de paro y mantiene dicho nivel en el futuro. En estas circunstancias, el nivel de desempleo de equilibrio no será único, pues existirán varios niveles de paro, compatibles con una misma senda de crecimiento de los salarios reales, y será la tasa de variación del desempleo, y no el nivel de paro, la que ejerza influencia sobre el salario real.

Si durante un período prolongado la economía se sitúa en una senda de lento crecimiento económico, la inversión se verá afectada, disminuyendo el output potencial e imponiendo posteriormente límites al crecimiento no inflacionista de la actividad real, y, por tanto, al crecimiento del empleo. Por otro lado, el stock de capital humano depende del nivel educativo y de la experiencia laboral, que viene determinada por el nivel de empleo corriente. Un período prolongado de desempleo conducirá a un deterioro de la cualificación y de la motivación para buscar trabajo. La descualificación de la mano de obra puede originar escasez de empleo, pese a los altos volúmenes de paro existentes, imponiendo un freno al crecimiento del empleo y generando presiones salariales.

La crisis energética generó un proceso de este tipo en los países europeos, alcanzando mayor virulencia en el caso de la economía española. La falta de una política antiinflacionista decidida, cuyas consecuencias se analizaron en el epígrafe anterior, dio lugar a la aparición de un alto volumen de paro, a la destrucción de parte de la capacidad productiva y a un fuerte retroceso de la inversión, con una intensidad muy superior a la del resto de los principales países europeos. La dureza del ajuste permite explicar la mayor persistencia del paro en la economía española a partir del concepto de histéresis, y su reducción exige un período prolongado de crecimiento de la inversión, capaz de aumentar el potencial productivo del país.

Por otra parte, en una situación como ésta se crean incentivos para que se registre una segmentación del mercado de trabajo, fruto de la descualificación de los desempleados de larga duración, que tiende a limitar las posibilidades de competir con éxito con los trabajadores empleados. La argu-

mentación teórica de la segmentación del mercado de trabajo se basa en los modelos de «insider-outsider». En estos modelos, los sindicatos determinan los salarios por encima del salario de equilibrio, en virtud del poder de los «insiders», y las empresas determinan el empleo. Los «insiders» son trabajadores con experiencia y conocimiento sobre las técnicas de producción, protegidos por costes de despido, lo que implica un elevado coste de reemplazamiento. Los «outsiders» son desempleados o trabajadores que no poseen este tipo de protección. La teoría de los «insider-outsider» explica la existencia de altas tasas de paro durante la década de los ochenta como una consecuencia indirecta del encarecimiento del petróleo en la década anterior, que indujo una reducción temporal de la demanda de trabajo y, con ella, de los «insiders». Cuando la demanda de trabajo se recuperó, los que permanecieron empleados tendieron a fijar los salarios con el objetivo de maximizar sus ganancias, limitando el crecimiento del empleo y manteniendo las altas tasas de paro. Esta situación tenderá a mantenerse a largo plazo, siempre y cuando las empresas deseen negociar sólo con los «insiders». Pero existen incentivos para que esto sea así, dada la incertidumbre que implica el reclutamiento de nuevos trabajadores y la tendencia a mantener buenas relaciones con la mano de obra más cualificada. El poder de los «insiders» tenderá a ampliarse en las empresas que operan en mercados poco competitivos, a causa de la mayor facilidad para trasladar a los precios los mayores costes laborales.

En el caso de la economía española, la segmentación del mercado de trabajo se vio impulsada por el fuerte crecimiento de los empleos temporales surgidos a raíz de las medidas tendentes a reformar el mercado de trabajo y que se tradujo en un aumento de las modalidades de contratación, alcanzando gran importancia el desarrollo de los empleos temporales. La existencia, de un lado, de un núcleo básico de trabajadores altamente protegidos y con costes de despido muy elevados, de hecho, y, de otro, de un alto volumen de empleo temporal, que no está protegido por costes de despido, y compuesto, mayoritariamente, por trabajadores con un bajo nivel de cualificación, puede estar generando un sesgo inflacionista en la economía española, al permitir ajustes del empleo sin afectar a los trabajadores fijos, que ven así reforzado el poder en la negociación salarial, a la vez que los altos niveles de paro dejan de ejercer un efecto moderador sobre los salarios.

Adicionalmente, en la economía española han influido otros factores que han actuado en esta misma dirección. Por un lado, durante el período de crecimiento de la tasa de desempleo, se produjo un importante efecto desánimo, surgido de las dificultades para buscar empleo, de tal forma que el crecimiento del desempleo se vio limitado, temporalmente, por una reducción de la población activa. Por otro lado,

el aumento de las prestaciones por desempleo, sin que se haya visto acompañado de medidas de presión sobre los parados para que busquen activamente un puesto de trabajo, tiende a favorecer la permanencia de los parados en su actual situación. En este sentido, sería necesario llevar a cabo una profunda reforma del Instituto Nacional de Empleo y del sistema de seguro de desempleo, dirigida a fomentar una búsqueda más activa del empleo y que proporcione facilidades para que dicha búsqueda sea eficaz, lo que exige un adecuado nivel de formación.

Una vía adicional para limitar la segmentación del mercado de trabajo es cambiar la regulación actual sobre costes y procedimientos de despido. Durante la década de los setenta, la economía española se vio sometida a elevados costes de ajuste, lo que contribuyó a explicar la lentitud con la que reaccionó el empleo ante la crisis económica y la posterior intensidad y severidad de la misma. Las comparaciones internacionales ponen de manifiesto que los países que redujeron el empleo más rápidamente consiguieron mantener tasas de paro más reducidas a lo largo de la década de los ochenta, encontrándose España situada en el extremo contrario. Aunque la introducción de contratos temporales ha generado una mayor variabilidad cíclica del empleo, con lo que se tiende a acelerar la capacidad de respuesta de la economía española, sin embargo, la segmentación que ello ha originado crea problemas nuevos que impiden un funcionamiento eficiente del mercado de trabajo. En este sentido, cabe plantearse la consecución de una mayor simetría en la actual estructura de costes de ajuste, acompañada de medidas incentivadoras de la movilidad de la mano de obra. Con ello, se avanzaría en la reducción de la segmentación del mercado de trabajo, al repartir el actual nivel de coste de despido, lo que permitiría una mayor respuesta de los salarios a las condiciones del mercado.

Por último, el sistema de negociación colectiva prevaleciente en la economía española, basado en un sistema de fijación de los salarios nominales con referencia al núcleo fijo del mercado de trabajo y a las condiciones del mercado en las áreas o sectores más dinámicos, se transmite al resto de la economía, y tiende a agudizar la rigidez salarial en un mercado de trabajo segmentado donde los «insiders» tienen poder en la determinación de los salarios.

3.2. Evolución de los salarios en la economía española durante la década de los ochenta

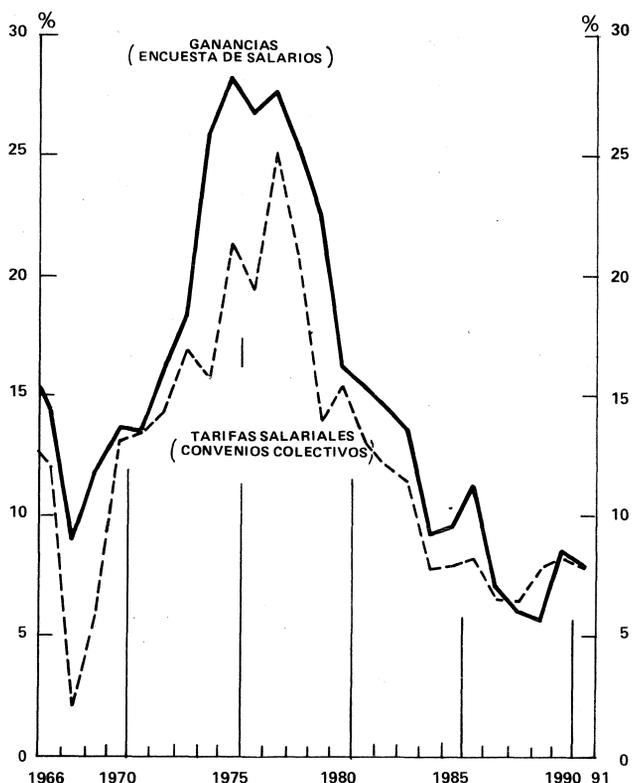
Durante el primer quinquenio de la década de los ochenta el alto ritmo de crecimiento del paro condujo a una importante moderación salarial, de una intensidad relativamente mayor que en el resto de países objeto de comparación. Esta fase, asociada al período de recesión económica, se caracterizó por un

alto grado de concertación social, durante el cual se firmaron cuatro acuerdos de ámbito nacional tendientes a reducir el nivel de inflación y se utilizó un mecanismo de fijación de los salarios en función de las condiciones generales del mercado de trabajo. La moderación salarial se mantuvo hasta 1989, año a partir del cual los salarios comenzaron de nuevo a acelerar su ritmo de aumento, situándose en tasas en torno al 8 % durante los dos años siguientes. El mantenimiento de la moderación salarial durante los años 1986-1989 se produjo a pesar de la existencia de un clima de expansión de la demanda nacional en términos nominales.

A lo largo de estos años, el fuerte crecimiento de la inversión y las medidas estructurales dirigidas a dotar de mayor flexibilidad al mercado de trabajo actuaron en el sentido de reducir las restricciones de oferta, afectando positivamente a la NAIRU. Sin embargo, es importante resaltar que la compatibilización de la moderación salarial con un período de fuerte presión de la demanda no respondió, exclusivamente, a un cambio estructural tendente a aumentar la sensibilidad de los salarios ante los elevados niveles de desempleo que se habían alcanzado, ya que, adicionalmente, influyó un conjunto de factores coyunturales. Por un lado, la favorable evolución de la relación real de intercambio a raíz de la caída del precio del petróleo y de la apreciación de la peseta permitió una reducción del Índice de Precios al Consumo, más intensa que la del deflactor del PIB. Por esta vía se intensificó la moderación de los precios, afectando positivamente a las expectativas y, por tanto, a la evolución de los salarios nominales. El efecto beneficioso de la relación real de intercambio coincidió con la fase de intenso crecimiento del empleo temporal, asociado básicamente a mano de obra juvenil y/o a bajos niveles de cualificación, que dio lugar a una modificación de la estructura de la población ocupada, tendiendo así a reducir la deriva salarial y, por tanto, a moderar el crecimiento de los salarios. En el gráfico 14, se ha representado la evolución de los salarios pactados en convenios colectivos, que representa al núcleo fijo del mercado de trabajo, y la que se desprende de la Encuesta de Salarios, referida al conjunto de todos los trabajadores. Esta última mostró, durante los años de fuerte expansión del empleo temporal, un menor ritmo de crecimiento, reduciéndose la deriva salarial hasta llegar a hacerse negativa durante los años 1988-1989, lo que muestra la intensidad del efecto del cambio de composición del empleo sobre la evolución de los salarios nominales.

La desaceleración de los precios mantenida hasta 1988, como se vio en los epígrafes anteriores, fue compatible con un aumento de los márgenes empresariales, surgido de la resistencia, por parte de los empresarios, a trasladar a los precios los menores costes, tanto laborales como de las materias primas. Dicha ampliación de márgenes amortiguó el ritmo

14. España (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

(a) Tasas de crecimiento.

de desaceleración de los precios, a la vez que se intensificaban las demandas de aumentos salariales con el fin de tratar de repartir los beneficios de la fase de expansión económica, tras el período de moderación salarial.

Se inició un nuevo período de conflictividad social, que el gobierno trató de aplacar a través de un conjunto de concesiones a los sindicatos, que, al contrario de lo que ocurriera a principios de los ochenta, no tuvieron una contrapartida en términos de acuerdos salariales de ámbito nacional, en función de las condiciones del mercado de trabajo. El clima de confrontación social coincidió con un entorno mundial de políticas antiinflacionistas menos estrictas, asociado al «crash» bursátil de octubre de 1987, generándose un aumento de las expectativas inflacionistas. De esta forma se crearon las bases para el inicio del rebrote inflacionista que ya se ha analizado.

La ausencia de acuerdos salariales, en un contexto de exceso de demanda y de ampliación de márgenes

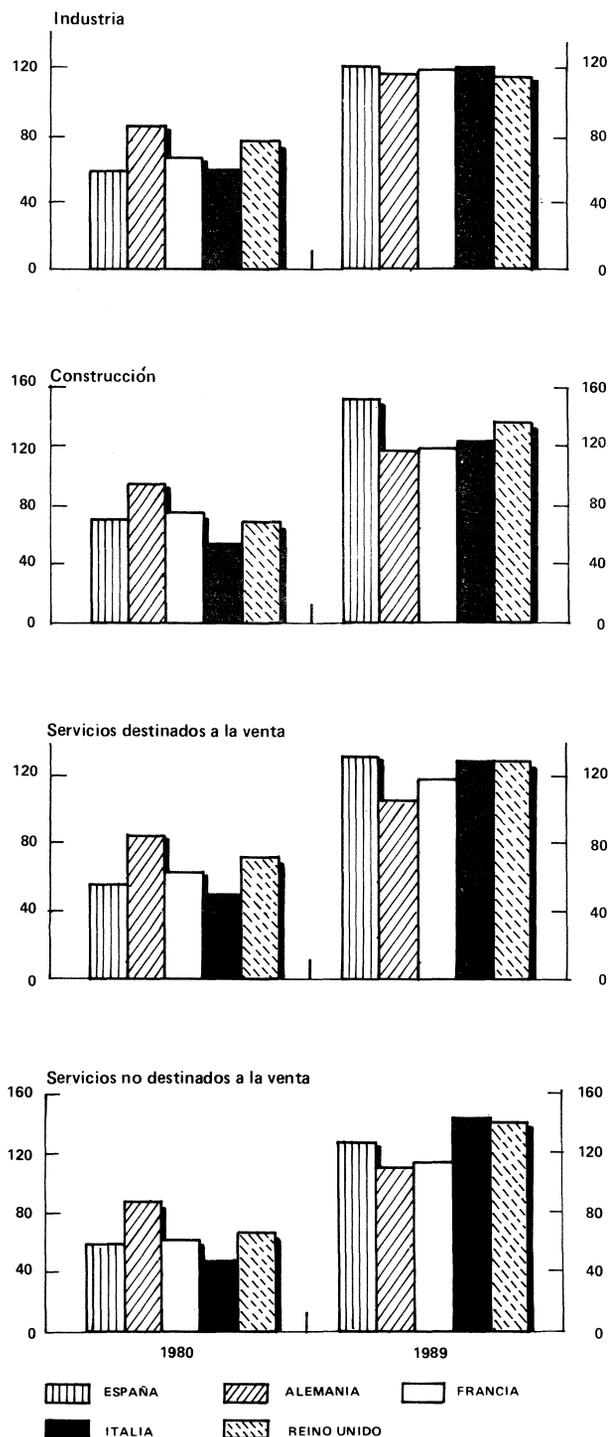
nes y de conflictividad social, permitió que las demandas salariales de los trabajadores fueran satisfechas fácilmente por los empresarios, que no encontraron incentivo suficiente para oponerse a ellas. Por una parte, el menor ritmo de crecimiento del índice de precios al consumo con respecto al deflactor del PIB aminoró la tasa de aumento de los costes laborales reales en relación con el salario real, por lo que los empresarios tenían un mayor margen para acceder a dichas demandas sin que ello se tradujera en un deterioro importante de los costes laborales reales. Por otra parte, la ausencia de competencia exterior y la fuerte presión de la demanda en el sector de bienes no comerciables facilitaron el traslado de los aumentos salariales a los precios. Aunque los sectores de bienes comerciables —básicamente los sectores industriales— no pudieron realizar dicha traslación absorbiendo las tensiones de costes mediante compresiones de sus márgenes, los aumentos de salarios y precios se trasladaron vía efectos difusión, acrecentándose las tensiones inflacionistas de la economía e incentivando una asignación de los recursos que actuaba en contra de los sectores más dinámicos y eficientes. El gráfico 15 pone de manifiesto el distinto comportamiento de los defladores sectoriales, en comparación con el registrado en los otros cuatro países europeos.

La detención del exceso de demanda se realizó a través de la instrumentación de una política monetaria restrictiva, que puso de manifiesto las dificultades y el coste que lleva aparejado la contención de la inflación a través de la actuación en solitario de la política monetaria, en una economía en la que siguen persistiendo importantes deficiencias estructurales, tanto en el mercado de trabajo como en el de productos.

La desaceleración del ritmo de crecimiento de la actividad vino impulsada por un fuerte retroceso de la inversión, que durante los años anteriores había desempeñado un papel muy importante, en términos de reducción del proceso de histeresis de la economía española. La caída de la inversión dio lugar a una posterior desaceleración del empleo, deteniéndose el ritmo de incorporación de empleo temporal y destruyéndose puestos de trabajo fijos. El parón en el ritmo de incorporación de empleo temporal afectó, a su vez, al crecimiento de los salarios agregados, al detenerse el proceso de cambio de la composición del empleo.

Pese a la intensa desaceleración del empleo, los salarios siguen sin mostrar síntomas de moderación, de tal forma que en el sector industrial de la economía española se están reproduciendo los mecanismos de ajuste que se instrumentaron al comienzo de la década pasada. La contención de los costes laborales unitarios, dirigida a restaurar el deterioro de los márgenes empresariales que se están registrando en muchos sectores productivos, se está realizando a

15. Deflatores del valor añadido
Indice 1985 = 100



Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

través de aumentos de la productividad del trabajo inducidos por la destrucción del empleo, paralizando el proceso de inversión y crecimiento del sector.

Por último, cabe destacar que las medidas adoptadas en el Decreto-Ley 3/89 tendieron a aumentar el nivel de la NAIRU, con repercusiones negativas sobre la sensibilidad de los salarios a las condiciones del mercado de trabajo. En efecto, la ampliación del nivel de cobertura del subsidio de paro, sin que paralelamente se tomaran medidas tendentes a incentivar una búsqueda más activa de empleo ni a fomentar una mejor y mayor formación, tiende a aumentar la segmentación del mercado de trabajo y a perpetuar la situación de los parados de larga duración, reduciendo la sensibilidad de los salarios a los niveles de paro. Adicionalmente, el mantenimiento de una política fiscal expansiva por el lado del gasto ha tendido a generar aumentos impositivos, ampliando la cuña fiscal, afectando negativamente, por una vía adicional, al nivel de la NAIRU.

4. CONCLUSIONES

España hizo frente a la década de los ochenta, sin haber asumido los efectos del impacto energético e inmersa en un intenso proceso inflacionista impulsado por el crecimiento de los salarios nominales. Durante estos años, se produjo un cambio en el reparto de la renta real a favor de los ocupados —que consiguieron obtener crecimientos de los salarios reales— y en contra de los parados. Adicionalmente, el margen bruto empresarial tendió a deteriorarse, paralizándose la inversión y limitándose las posibilidades de crecimiento de la economía. Esta situación contrasta con lo que ocurrió en el resto de los países, donde se produjo un aumento de la participación de los costes de las importaciones por unidad de demanda final, aceptando, por consiguiente, la pérdida de renta real que los choques energéticos implicaban tanto para los trabajadores como para los empresarios. La contrapartida obvia fueron unas menores presiones inflacionistas.

Durante el primer quinquenio de la década de los ochenta, España asumió tanto el impacto energético como la moderación salarial, aumentando la participación de los costes unitarios de importación y disminuyendo la de los costes laborales unitarios —acentuadamente por las destrucciones de empleo—, mientras que el margen bruto empresarial tendió a recuperarse. De esta forma, se crearon las bases necesarias para permitir un crecimiento futuro de la inversión y de la actividad. Sin embargo, los resultados en términos de reducción de la inflación fueron modestos, por el lento mecanismo de transmisión de la reducción de costes a precios —debido al intento de restablecer los márgenes en una economía toda-

vía muy protegida— y por la falta de flexibilidad que aquejaba al mercado de trabajo.

A partir de 1985, se intensificó el proceso de desaceleración de los precios, alcanzando la cota mínima en 1988. La mejora de la relación real de intercambio y la apertura al exterior de la economía, con la consiguiente penetración de bienes procedentes del exterior, contribuyeron decididamente a ello, a la vez que los costes salariales continuaron su comportamiento moderado, ante las altas tasas de paro acumuladas en años anteriores. Durante estos años siguió aumentando el margen bruto empresarial, aunque con mayor intensidad en los sectores menos competitivos, lo cual tendió a frenar la desaceleración de los precios.

El exceso de demanda, surgido a partir de 1988, detuvo el proceso de desaceleración de la inflación. La pujanza de la demanda presionó a los costes, que tendieron a trasladarse fácilmente a los precios, especialmente en los sectores menos sometidos a la competencia exterior. Esta dinámica originó la reaparición de mecanismos de indicación salarial, ensombreciendo el panorama inflacionista y las perspectivas de creación de empleo.

La instrumentación de una política monetaria rigurosa —ante la falta de colaboración de la política presupuestaria— y la evolución favorable de los precios de importación fueron los únicos elementos de contención de las tensiones inflacionistas de los últimos años, que ante la falta de flexibilidad del mercado de trabajo trasladaron el proceso de ajuste a la tasa de crecimiento de la inversión y el producto y a la generación de puestos de trabajo.

22-V-1992.

BIBLIOGRAFIA

- BANCO DE ESPAÑA (1991): «Indicadores macroeconómicos de costes y precios», *Boletín Económico*, diciembre, págs. 67-72.
- CROSS, R. (1988): *Unemployment, Hysteris & The Natural Rate Hypothesis*, Blackwell Ltd.
- DE LAMO, A. R. y DOLADO, J. J. (1991): «Inflación, paro y la restricción de oferta en la economía española», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre, págs. 31-34.
- EUROPEAN ECONOMY, N° 50 (1991): «The Profitability of fixed capital and its relation with investments», *Stude* N° 1, diciembre, págs. 91-107.
- N° 59 (1991): «Development on the EC Labour Market since 1983», *Study* N° 3, diciembre, págs. 109-124.
- N° 1 (1991): «Inflation in the Community», *Supplement* A, enero.
- GORDON, R. J. (1990): «What is New-Keynesian Economics?», *Journal of Economic Literature*, vol. XXVIII, páginas 1.115-1.171.
- SEGURA, J. y otros (1989): *La industria española en la crisis 1978-1984*, Alianza Economía y Finanzas.

APENDICE

1. Indicador de precios

	Ponderaciones		Aportaciones		Defactor de la demanda final
	Costes totales (a)	Excedente bruto de exportación (a)	Costes totales (a)	Excedente bruto de exportación (a)	Tasa de variación
1971	79,7	20,3	6,3	1,4	7,7
1972	79,8	20,2	7,0	0,4	7,4
1973	80,9	19,1	10,1	1,4	11,5
1974	81,5	18,5	16,0	3,6	19,6
1975	81,5	18,5	12,1	3,1	15,2
1976	81,3	18,7	14,9	1,2	16,1
1977	82,8	17,2	18,5	4,7	23,2
1978	82,2	17,8	14,2	4,7	18,9
1979	81,1	18,9	13,0	2,4	15,3
1980	81,6	18,4	12,4	4,7	17,1
1981	80,3	19,7	13,3	1,4	14,7
1982	81,6	18,4	9,6	4,1	13,6
1983	80,2	19,8	11,3	2,0	13,3
1984	80,8	19,2	5,8	5,2	11,0
1985	78,0	22,0	4,6	1,9	6,5
1986	77,5	22,5	3,6	2,3	5,8
1987	76,6	23,4	3,9	1,1	5,0
1988	76,7	23,3	3,1	1,7	4,8
1989	76,1	23,9	4,0	2,0	6,0
1990	75,6	24,4	3,8	1,9	5,7
1991	75,1	24,9	3,6	1,7	5,3

Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

(a) Por unidad de demanda final.

2. Indicador de costes

	Ponderaciones			Aportaciones			Indicador
	Coste del trabajo (a)	Coste de importación (a)	Impuestos indirectos netos (a)	Coste del trabajo (a)	Costes de importación (a)	Impuestos indirectos netos (a)	Tasas de variación
1971	77,0	15,3	7,7	7,4	0,3	0,1	7,9
1972	78,3	14,5	7,2	5,9	2,1	0,7	8,8
1973	77,4	15,3	7,3	8,4	2,8	1,3	12,4
1974	76,3	16,0	7,6	12,4	7,2	-0,1	19,6
1975	74,2	19,5	6,3	13,4	1,1	0,4	14,9
1976	76,3	17,9	5,8	13,6	3,7	0,9	18,3
1977	76,0	18,3	5,7	18,5	2,5	1,3	22,3
1978	77,2	17,0	5,8	16,4	0,9	-0,1	17,3
1979	79,9	15,3	4,9	12,2	2,7	1,1	16,0
1980	79,4	15,4	5,2	8,4	6,2	0,7	15,2
1981	76,1	18,8	5,1	10,2	4,8	1,6	16,6
1982	74,0	20,2	5,7	8,0	3,1	0,6	11,7
1983	73,4	20,9	5,7	8,6	4,0	1,5	14,1
1984	71,9	21,8	6,3	4,3	1,9	0,9	7,2
1985	71,1	22,2	6,7	3,4	1,3	1,2	5,9
1986	70,3	22,2	7,5	3,6	-1,6	2,6	4,6
1987	70,7	19,7	9,7	2,4	2,4	0,3	5,1
1988	69,5	21,0	9,5	2,4	1,8	-0,2	4,0
1989	69,2	21,9	9,0	2,0	2,6	0,6	5,3
1990	67,6	23,3	9,1	4,2	0,5	0,4	5,1
1991	68,3	22,6	9,0	3,3	1,1	0,3	4,8

Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

(a) Por unidad de demanda final.

3. Composición del deflactor de la demanda final

	Tasas de variación										
	Coste del trabajo (a)	Efecto sustitución	Coste laboral por unidad de PIB	Remuneración por empleado	Productividad por empleado	PIB real	Empleo total	Costes de importación (a)	Deflactor de las importaciones	Importaciones unitarias	Impuestos indirectos netos (a)
1971	9,6	0,5	9,1	14,3	4,8	4,6	-0,2	2,1	5,4	-3,2	1,8
1972	7,6	-2,0	9,8	17,4	6,9	8,0	1,1	14,4	1,5	12,7	9,9
1973	10,9	-1,3	12,3	18,0	5,1	7,7	2,5	18,1	10,4	7,0	17,2
1974	16,3	-0,4	16,8	22,3	4,8	5,3	0,5	44,9	41,9	2,1	-0,8
1975	18,0	0,2	17,7	20,5	2,3	0,5	-1,8	5,7	7,0	-1,2	6,2
1976	17,9	-1,0	19,1	24,3	4,4	3,3	-1,1	20,9	14,9	5,2	16,1
1977	24,4	1,5	22,6	27,3	3,8	3,0	-0,8	13,6	22,1	-7,0	23,4
1978	21,3	0,4	20,8	25,9	4,2	1,4	-2,7	5,4	7,6	-2,0	-0,9
1979	15,3	-1,8	17,4	19,8	2,0	-0,1	-2,1	17,4	7,2	9,5	22,8
1980	10,5	-0,4	10,9	14,9	3,6	1,2	-2,3	40,2	37,9	1,7	12,7
1981	13,4	0,7	12,6	15,3	2,4	-0,2	-2,6	25,5	29,8	-3,3	31,7
1982	10,8	-0,5	11,3	13,7	2,2	1,2	-0,9	15,4	13,0	2,2	11,2
1983	11,7	0,4	11,2	13,8	2,3	1,8	-0,5	10,1	21,5	-2,0	25,9
1984	6,0	0,5	5,5	10,0	4,3	1,8	-2,4	8,9	11,5	-2,3	14,9
1985	4,8	-0,6	5,5	9,3	3,7	2,3	-1,3	5,9	2,7	3,2	18,1
1986	5,2	-2,2	7,5	9,5	1,9	3,3	1,4	-7,4	-16,1	10,4	34,7
1987	3,4	-2,0	5,5	6,7	1,1	5,6	4,5	12,3	3,3	8,6	3,0
1988	3,5	-1,4	5,0	6,8	1,7	5,2	3,4	8,4	2,7	5,5	-1,7
1989	2,9	-2,1	5,1	6,3	1,2	4,8	3,5	12,1	4,2	7,5	7,1
1990	6,2	-0,8	7,0	7,9	0,8	3,6	2,8	2,1	-0,4	2,5	4,2
1991	4,9	-1,3	6,3	8,6	2,2	2,4	0,2	5,0	0,7	4,3	3,4

Fuentes: EUROSTAT y Banco de España.

(a) Por unidad de demanda final.

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 abril de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL HISPANOAMERICANO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
EXTERIOR ESPAÑA	11,90	32,31	29,00	32,31	29,00
POPULAR ESPAÑOL	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	11,95	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>12,52</i>	<i>31,83</i>	<i>28,50</i>	<i>31,70</i>	<i>28,50</i>
RESTO BANCA NACIONAL					
ABEL MATUTES TORRES	14,17	30,39	27,00	30,39	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
BANCAJA	13,00	27,00	-	27,00	-
BANCAPITAL	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCO 21	13,25	22,00	-	24,00	-
BANCOVAL	14,20	23,88	-	23,88	-
BANIF DE GESTION PRIVADA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	11,25	32,30	29,00	32,30	29,00
BANKOA	13,00	30,47	-	30,47	-
BARCELONA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BILBAO MERCHANT BANK	12,75	-	-	-	-
CAJA POSTAL	12,40	23,21	22,00	23,88	22,00
CASTILLA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALA DE CREDIT	13,65	30,47	27,50	30,47	27,50
CATALANA	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
COMERCIO	12,40	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
COOPERATIVO ESPAÑOL	15,00	22,71	-	(4,00)	-
CREDIPAS	14,50	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDITO BALEAR	13,50	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	13,25	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	-
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,60	28,65	-	28,65	-
ETCHEVERRIA	13,09	28,64	-	(7,00)	-
EUROHIPOTECARIA	14,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	29,86	27,00	(5,00)	-
EXPORTACION	12,50	29,86	-	29,86	-
EXTERIOR DIRECTO	11,90	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR INTERNACIONAL	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	13,50	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	-	-	-	-
FOMENTO	13,25	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	11,90	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,10	27,69	26,00	(7,00)	-
HERRERO	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	-	-	-	-	-
IBERCORP	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00

(Continuación) 2
Situación al día 30 de abril de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RESTO BANCA NACIONAL					
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
INTERNACIONAL DE COMERCIO	13,25	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	14,00	28,37	25,00	28,37	25,00
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	13,50	29,33	-	28,65	-
ISBANC, BANCO PRIVADO DE NEGOCIOS	15,31	28,65	-	28,65	-
JEREZ	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	12,25	27,44	-	27,44	-
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	12,20	32,31	29,00	32,31	29,00
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PASTOR	12,55	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
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 BANCO PERSONAL	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PRIVAT BANK	13,50	28,07	25,00	28,07	25,00
PROGRESO	13,65	27,44	-	27,44	-
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	13,10	28,65	26,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	13,65	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	11,90	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	-
URQUIJO	12,00	29,97	26,50	29,97	26,50
VALENCIA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	12,50	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	13,10	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,16</i>	<i>29,50</i>	<i>27,45</i>	<i>29,67</i>	<i>27,36</i>
BANCA EXTRANJERA					
ABBEYCOR NACIONAL	13,95	22,00	-	22,00	-
A.B.N.	13,46	21,55	-	21,55	-
AMERICA	11,75	27,44	25,00	(4,00)	-
ARABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
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.	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
BANKERS TRUST	13,75	22,00	-	22,00	-
BARCLAYS BANK PLC	12,00	32,31	-	32,31	-
BARCLAYS BANK S.A.E.	11,75	32,31	-	32,31	-
BRASIL	15,58	27,44	25,00	(3,00)	-
BRUXELLES LAMBERT	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE NATIONALE CREDIT AGRI	13,25	24,36	-	(2,01)	-
CHASE MANHATTAN	13,75	27,24	-	(3,08)	-
CITIBANK ESPAÑA	12,75	29,86	27,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A.	14,00	25,00	-	30,00	-
COMERCIAL TRASATLANTICO	13,00	29,85	27,00	29,85	27,00
COMMERCIALE ITALIANA	14,48	27,44	-	(2,50)	-
COMMERZBANK	13,24	21,55	20,00	21,55	20,00
COMPAGNIE BANCAIRE, SUC. ESP.	12,75	15,00	-	15,00	-

(Continuación) 3
Situación al día 30 de abril de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
BANCA EXTRANJERA					
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
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 LYONNAIS ESPAÑA	12,55	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDIT SUISSE	13,50	27,44	25,00	19,25	18,00
CREDITO ITALIANO	13,00	24,00	-	24,00	-
DAI-ICHI KANGYO BANK LIMITED	13,00	28,07	-	(2,00)	-
DEUTSCHE	14,75	24,37	-	24,37	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER	12,90	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITO SANTO E COM. LISBOA	14,50	24,00	-	24,00	-
ESTADO DE SAO PAULO	12,00	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES Y ESPAÑA	9,84	27,44	-	27,44	-
EXTREMADURA	13,44	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO EXTERIOR-PORTUGAL	14,75	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJI	14,75	28,65	26,00	28,65	26,00
GENERAL BANK, BANCO BELGA	15,00	24,32	23,00	(3,00)	-
INDOSUEZ	13,60	20,00	-	20,00	-
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN	12,62	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO	15,75	22,00	-	(4,00)	-
JOVER	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
JYSKE	14,25	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	13,44	25,81	24,00	26,64	24,00
MANUFACTURERS HANNOVER TRUST	12,25	28,39	-	(2,02)	-
MIDLAND	15,19	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI	12,95	25,59	-	(2,00)	-
MITSUI TAIYO KOBE	12,50	22,00	-	22,00	-
MORGAN GUARANTY TRUST	11,75	14,75	-	15,25	-
NACION ARGENTINA	13,50	24,36	22,00	(4,00)	-
NAPOLI	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NATIONAL WESTMINSTER	13,00	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
NATWEST ESPAÑA	13,00	30,60	27,00	29,85	27,00
NAZIONALE DEL LAVORO	12,33	25,06	-	19,25	-
PARIBAS	12,75	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	14,10	28,00	-	(2,00)	-
SANWA	12,50	25,33	24,00	(2,00)	-
SAUDI ESPAÑOL	16,36	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	13,65	26,25	-	(3,03)	-
SUMITOMO	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKAI	14,50	21,50	-	21,50	-
TOKYO	13,75	24,32	-	(2,02)	-
WESTDEUTSCHE LANDESBANK	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	<i>13,56</i>	<i>26,10</i>	<i>24,87</i>	<i>25,81</i>	<i>25,14</i>
TOTAL					
<i>Media simple</i>	<i>13,31</i>	<i>28,05</i>	<i>26,55</i>	<i>28,48</i>	<i>26,88</i>
BANCA OFICIAL					
CREDITO AGRICOLA	12,50	32,31	-	32,31	-
CREDITO LOCAL DE ESPAÑA	-	18,81	18,00	19,25	18,00
HIPOTECARIO DE ESPAÑA	12,95	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	<i>12,73</i>	<i>26,27</i>	<i>22,00</i>	<i>26,74</i>	<i>22,00</i>

(Continuación) 4
Situación al día 30 de abril de 1992

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	14,26	25,44	24,00	26,65	24,00
ASTURIAS	12,50	23,21	22,00	(4,00)	-
AVILA MONTE	13,00	25,06	-	25,06	-
BADAJOS	13,10	22,10	-	(4,00)	-
BALEARES	13,50	26,24	-	26,24	-
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
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	-
CATALUÑA	12,96	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	13,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	13,65	25,44	-	26,25	-
GUIPUZCOA Y SAN SEBASTIAN	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
HUELVA Y SEVILLA	13,50	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	13,64	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGON	12,00	23,21	-	23,88	-
JAEN	15,00	26,56	-	27,44	-
JEREZ	12,28	25,06	-	(2,02)	-
LAYETANA	13,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	12,75	23,88	22,00	(6,14)	-
MANLLEU	12,25	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	14,20	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	13,37	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	23,14	-
PENSIONES DE BARCELONA	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
POLLENSA	15,30	25,06	-	25,06	-
PONTEVEDRA	14,25	26,56	-	27,44	-
RIOJA	14,75	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	12,93	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
SEVILLA SAN FERNANDO	13,25	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
TARRAGONA	12,00	22,00	-	(5,00)	-
TARRASA	14,00	26,84	-	26,84	-
TOLEDO	12,00	25,44	-	25,44	-
UNICAJA	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE	12,77	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>	13,14	25,28	23,67	26,01	23,94

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
8/92, de 24 de abril	Cambio de moneda extranjera en establecimientos abiertos al público.	8 de mayo de 1992

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACION VARIA	CONTENIDO
Instrucción de 13 de abril de 1992 (Ref. Int. CV 7/92)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11,40 % a 3 años, emisión de 18 de mayo de 1992. Subastas de mayo, junio y julio de 1992.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1992

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
0178	THE ROYAL BANK OF CANADA. Sucursal en España	05.05.92	Cambio de denominación social por ROYAL BANK OF CANADA. Sucursal en España.
0077	BANCO DE BARCELONA, S.A.	11.05.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 453 bis, pl. 4ª.-08036 Barcelona.
0129	BANCO INDUSTRIAL DE CATALUÑA, S.A.	11.05.92	Cambio de domicilio social a Avda. Diagonal, 662-664.-08034 Barcelona.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1179	CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCIE LOMBARDE.	11.05.92	Baja a petición propia.
1198	CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE OFICINA DE REPRESENTACION EN MADRID	25.05.92	Cambio de denominación social por CASSA DI RISPARMIO DI FIRENZE S.P.A. OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3069	CAIXA RURAL DE CATALUÑA, S.C.C.C.L.	25.05.92	Baja por fusión por absorción por la CAJA DE AHORROS DE ZARAGOZA, ARAGON Y RIOJA.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
4830	ABN LEASING ESPAÑA, S.A.	04.05.92	Cambio de domicilio social a Soto Hidalgo, 1.-28042 Madrid.
8228	AMERICO HISPANA, SOCIEDAD ANONIMA, S.C.H.	04.05.92	Cambio de domicilio social a Velázquez, 113.-28006 Madrid.
8498	MAPFRE FINANZAS DEL SUR, E.F., S.A.	04.05.92	Cambio de domicilio social a Avda. de la Aurora, 34 - 36.-29006 Málaga.
8226	CORPORACION HIPOTECARIA CENTRAL, S.C.H., S.A.	11.05.92	Cambio de domicilio social a Serrano, 89, pl. 2ª.-28006 Madrid.
8756	FIDARE COMPAÑIA DE FINANCIACION, S.A.	11.05.92	Baja por cambio de objeto social.
8676	TRADEMATI, S.A.	13.05.92	Baja por cambio de objeto social.
8791	BNP-CONSUMO, S.A. ENTIDAD DE FINANCIACION	14.05.92	Cambio de domicilio social a Génova, 27.-28004 Madrid.
4387	URQUIJO TASACIONES, S.A.	14.05.92	Cambio de domicilio social a Juan Bravo, 3-C.-28006 Madrid.
4827	MAPFRE LEASING, S.A.	19.05.92	Cambio de domicilio social a Paseo de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
8794	FINEX ESPAÑA, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	19.05.92	Cambio de domicilio social a Paseo de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
8427	MAPFRE FINANZAS, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	20.05.92	Cambio de domicilio social a Paseo de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
8913	MAPFRE FACTORING, ENTIDAD DE FINANCIACION, S.A.	20.05.92	Cambio de domicilio social a Paseo de Recoletos, 33.-28004 Madrid.
8218	MAPFRE HIPOTECARIA, S.C.H., S.A.	20.05.92	Cambio de domicilio social a Paseo de Recoletos, 33.-28004 Madrid.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

CRISTINA MAZON

MARGENES DE BENEFICIO, EFICIENCIA Y PODER DE MERCADO EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9204.

CRISTINA MAZON

EL MARGEN PRECIO-COSTE MARGINAL EN LA ENCUESTA INDUSTRIAL: 1978 - 1988.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9205.

Resúmenes de este Documento de Trabajo y del anterior han aparecido en el *Boletín Económico* de febrero de 1992.

FERNANDO RESTOY

INTERTEMPORAL SUBSTITUTION, RISK AVERSION AND SHORT TERM INTEREST RATES.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9206.

FERNANDO RESTOY

OPTIMAL PORTFOLIO POLICIES UNDER TIME-DEPENDENT RETURNS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9207.

Los temas de este Documento de Trabajo y del anterior han sido tratados por el autor en el *Boletín Económico* de marzo de 1992.

FERNANDO RESTOY AND GEORG MICHAEL ROCKINGER

INVESTMENT INCENTIVES IN ENDOGENOUSLY GROWING ECONOMIES.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9208.

En este trabajo se presenta un modelo estocástico de crecimiento endógeno con costes de ajuste. La inclusión de costes de ajuste en este contexto constituye una generalización relevante de los modelos convencionales de crecimiento endógeno por dos motivos, al menos. En primer lugar, la presencia de costes de instalación y puesta en funcionamiento de una magnitud razonable influye de una forma notoria en la determinación de la tasa de crecimiento de la economía. En segundo lugar, su inclusión permite establecer una relación entre crecimiento y precios de los activos financieros, mediante la obtención de una generalización de la teoría Q de la inversión.

El modelo es utilizado para analizar teórica y numéricamente la incidencia de cambios en la tasa del impuesto sobre sociedades y en los créditos fiscales a la inversión. Así, se obtiene que los costes de ajuste moderan sensiblemente los efectos distorsionadores de estos instrumentos fiscales sobre la tasa de crecimiento de la economía. Por su parte, la existencia de efectos inducidos sobre la tasa de crecimiento de los cambios en la imposición incrementa la influencia negativa de aumentos en el impuesto sobre sociedades y reducciones en los subsidios a la inversión sobre el valor de mercado de la empresa por unidad de capital. Este resultado, junto con los efectos de la imposición sobre la tasa de crecimiento del valor de la empresa, contradice los resultados encontrados en los modelos neoclásicos convencionales donde los cambios que la imposición produce sobre las decisiones óptimas de inversión no afectan, en el largo plazo, ni a la ratio valor de mercado-valor de reposición de la empresa, ni a la tasa de crecimiento de ambas variables.

JOSE M. GONZALEZ-PARAMO, JOSE M. ROLDAN Y MIGUEL SEBASTIAN

QUESTIONES SOBRE POLITICA FISCAL EN ESPAÑA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9209.

Este Documento de Trabajo es la versión castellana del Documento n° 9121, de los mismos autores: ISSUES ON FISCAL POLICY IN SPAIN.

ANGEL SERRAT TUBERT

RIESGO, ESPECULACION Y COBERTURA EN UN MERCADO DE FUTUROS DINAMICO.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9210.

Un resumen de este Documento de Trabajo ha sido publicado, con el mismo título, en el *Boletín Económico* de marzo de 1992.

SOLEDAD NUÑEZ RAMOS

FRAS, FUTUROS Y OPCIONES SOBRE EL MIBOR.—DOCUMENTO DE TRABAJO N° 9211.

Los FRAS (Forward Rate Agreements) son operaciones a plazo, cuyo activo subyacente es un depósito in-

terbancario. La liquidación de los contratos en la «fecha de inicio» (fecha de vencimiento del contrato a plazo) se realiza siempre por diferencias entre el tipo de interés pactado y el de liquidación, de forma que nunca tiene lugar la entrega del activo subyacente.

El mercado de FRAS surge en el panorama financiero español hacia 1986, y, desde principios de 1990, ha registrado un notable crecimiento, hasta el punto de que, en la actualidad, su negociación supera a la de depósitos interbancarios a más de dos meses. Por otra parte, en octubre de 1990, se inició la negociación de contratos de futuros sobre depósitos interbancarios a tres meses en el mercado organizado y gestionado por MEFF, SA. Dicho mercado ha tenido, desde su nacimiento, un crecimiento paralelo al de FRAS.

Dentro del mercado de FRAS, pueden distinguirse dos submercados: el de FRAS VARIABLES, en el que los términos del contrato no están tipificados, y el de FRAS FIJOS, en el que la fecha de inicio y el depósito subyacente (un depósito a tres meses) están tipificados. Hasta finales de 1990, la negociación en FRAS VARIABLES era considerablemente mayor que la de FIJOS. Sin embargo, durante 1991, el mercado de FRAS FIJOS experimentó un crecimiento espectacular, de forma que, en la actualidad, el volumen cruzado en dicho mercado supera al de VARIABLES.

En los FRAS VARIABLES, el depósito interbancario más utilizado como activo subyacente es el de seis meses, si bien en los últimos meses se observa un importante crecimiento del de doce meses. Por otra parte, a medida que ha ido creciendo el mercado de FRAS FIJOS, los FRAS VARIABLES con fecha de inicio coincidente con la de los primeros ha experimentado un notable crecimiento, de tal modo que se puede hablar de la existencia de un mercado de FRAS FIJOS sobre depósitos interbancarios a 6 y 12 meses.

FEDERICO J. SAEZ PEREZ DE LA TORRE

EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA EN ESPAÑA.—DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 9212.

Un resumen de este trabajo ha aparecido, con el mismo título, en el *Boletín Económico* de marzo de 1992.