

boletín económico

octubre 1992

BANCO DE ESPAÑA

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.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) 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

	<i>Página</i>
Informe trimestral de la economía española.....	5
El mercado de divisas en España, en 1992.....	41
Regulación financiera: tercer trimestre de 1992.	49
Previsión cuantitativa y su valoración subjetiva: la predicción restringida en el análisis econó- mico.....	57
Información del Banco de España.....	63
Tipos de interés activos libres declarados por ban- cos, cajas de ahorro y entidades oficiales de cré- dito. Situación a 30 de septiembre de 1992....	65
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.....	69
Registros oficiales de entidades. Variaciones pro- ducidas durante el mes de octubre de 1992....	70
Indicadores económicos.....	71
Artículos y publicaciones del Banco de España .	119

Informe trimestral de la economía española

1. RASGOS BASICOS

Según los datos publicados recientemente por el Instituto Nacional de Estadística, la tasa de crecimiento real del producto interior bruto (PIB) de la economía española en el segundo trimestre de 1992 fue del 1,6 %, en relación al mismo período del año anterior, frente al 1,9 % en el trimestre precedente (véase cuadro 1). Según estimaciones provisionales del Banco de España, la tasa correspondiente al tercer trimestre del año fue ligeramente inferior al 1 %, con lo que prosigue el proceso de desaceleración en el ritmo de actividad, acomodándose a la fase baja del ciclo en la que se encuentra la mayoría de las economías de los países industrializados.

Como se analiza en el epígrafe segundo de este Informe, el período recesivo en el que se desenvuelve la actividad económica internacional se está prolongando más de lo previsto, como consecuencia de los desajustes que se registraron en la fase de expansión precedente y de la falta de coordinación de las políticas económicas entre los distintos países —derivada, en parte, de su distinta posición cíclica y de los desequilibrios estructurales que se han ido acumulando—, así como del clima de incertidumbre generado por diversos acontecimientos que han afectado a la situación económica y política internacional a lo largo de los últimos años. Por otra parte, las tensiones que están registrando los mercados financieros y cambiarios y la crisis sufrida por el Sistema Monetario Europeo (SME) no han hecho más que acentuar dicha incertidumbre, alejando las perspectivas de recuperación de la economía y de los mercados mundiales.

En este contexto, la desaceleración de la demanda nacional real de la economía española se ha intensificado a lo largo del tercer trimestre del año 1992,

1. Producto interior bruto

	1991 (b)	1991 (a)				1992 (a)	
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Consumo privado	3,0	3,0	2,8	2,9	3,4	3,9	3,9
Consumo público	4,4	4,0	4,4	4,6	4,7	4,9	4,9
Formación bruta de capital fijo	1,6	3,0	1,7	0,9	0,7	-0,3	-1,4
<i>Construcción</i>	4,3	7,5	5,6	3,4	0,6	-2,8	-3,5
<i>Bienes de equipo</i>	-2,5	-3,7	-4,2	-3,1	0,8	3,8	2,3
Variación de existencias (c)	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Demanda nacional	2,9	3,3	2,8	2,7	3,0	3,2	2,9
Exportaciones de bienes y servicios	8,4	7,4	8,5	9,1	8,6	7,6	7,3
Importaciones de bienes y servicios	9,4	8,3	8,5	9,5	11,1	11,2	11,2
PIB a precios de mercado	2,4	2,8	2,5	2,3	2,1	1,9	1,6

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Tasas de variación interanual de las tendencias, pesetas constantes de 1986. Cifras provisionales.

(b) En las Cuentas Financieras de la Economía Española, publicadas por el Banco de España, se incluye un cuadro macroeconómico del año 1991 que no coincide con el publicado por el Instituto Nacional de Estadística, que es el que se presenta aquí con el fin de que resulte compatible con las tasas de variación trimestral estimadas por el INE. La revisión incorporada en las cuentas financieras, de carácter provisional y condicionada por el propósito de mantener las cifras de los grandes agregados macroeconómicos cuantificados por el INE en su momento, incluye la información disponible sobre la evolución del consumo público en el año pasado. Con la limitación mencionada, la revisión es coherente con la evidencia que se obtiene al integrar las cifras macroeconómicas dentro de las cuentas financieras de la economía.

(c) Aportación al crecimiento del PIB.

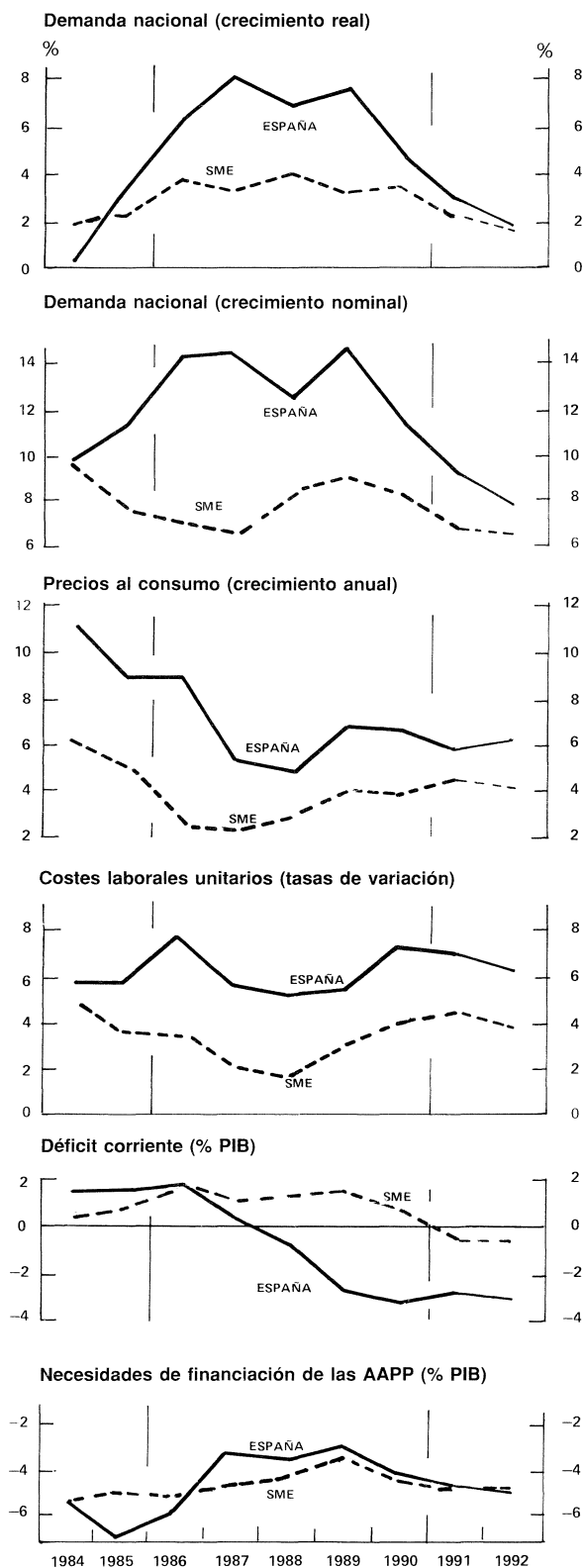
tal como se analiza en el epígrafe tercero. La tasa de inversión en bienes de equipo, tras un ligero repunte al comienzo del año, ha acentuado su caída ante la tendencia decreciente de las ventas —con unos niveles bajos de utilización de capacidad y unos niveles de existencias que se juzgan demasiado elevados— y ante la presión que los costes ejercen sobre los márgenes empresariales, como muestran, en el primer semestre del año, los datos publicados sobre las empresas que cotizan en bolsa. La inversión en construcción, por su parte, evoluciona muy negativamente, al añadirse el freno registrado por la inversión pública a la caída que venía registrando la efectuada por el sector privado, sobre todo en su componente de vivienda. Por último, el consumo privado —y el público, en medida mucho menor— se han incorporado a este proceso, aunque con un retraso notable. Los indicadores disponibles muestran que el consumo privado real se ha visto afectado negativamente durante el tercer trimestre por la mayor intensidad del efecto contractivo que sobre la renta disponible de las familias están ejerciendo la caída del empleo, el aumento de los precios y las transferencias del sector público.

La tasa de crecimiento real de la demanda nacional sigue siendo superior a la del producto interior, por la incidencia negativa de la demanda exterior neta. Las exportaciones de bienes se han desacelerado durante el período transcurrido del año (véase epígrafe 3), aunque en los últimos datos recibidos se aprecia una cierta contención en este proceso, que podría estar relacionada con la atonía de la demanda interna. Los resultados del turismo exterior en el tercer trimestre han sido menos positivos de lo esperado. En cuanto a las importaciones, su ritmo de desaceleración está siendo menos intenso de lo previsto, pues la fuerte caída de las compras de bienes de equipo no se ve acompañada por la de consumo y la de ciertos bienes intermedios, trasladándose la debilidad de la demanda en estos sectores a la producción interior más que a la importación, lo que pone en evidencia su falta de competitividad.

En consecuencia, el desequilibrio exterior de la economía española ha evolucionado negativamente, sobre todo en la primera mitad del año, aunque se espera que se corrija parcialmente en los próximos meses, como resultado de la mayor debilidad de la demanda y de la depreciación registrada por el tipo de cambio de la peseta. En cualquier caso, como se analiza en el epígrafe 5, la financiación del déficit exterior está encontrando mayores dificultades, ante los cambios que se producen en la orientación de los flujos de capital internacionales.

En el gráfico 1 se aprecia que la creciente aproximación de las tasas de crecimiento real de la economía española a la media de los restantes países que forman el Sistema Monetario Europeo no ha implicado una mejora en la convergencia de las tasas de au-

1. Indicadores de convergencia España-SME (a)



Fuentes: OCDE, Fondo Monetario Internacional, EUROSTAT, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Los datos del SME corresponden a la media ponderada de los países con banda estrecha en la actualidad.

mento de precios y costes. Las tensiones inflacionistas de la economía española se han agravado durante el año 1992, como consecuencia, en parte, de fenómenos transitorios asociados a los cambios en la imposición indirecta, pero también, y de forma muy especial, por la persistencia de la presión de los costes salariales, que han mantenido tasas de crecimiento muy elevadas, a pesar de la desaceleración de la demanda final y de la caída del empleo, debido, entre otras causas, a las rigideces del mercado de trabajo (véase epígrafe 4). En el gráfico 1 se puede observar que la divergencia en el ritmo de crecimiento nominal de los costes unitarios del trabajo con los restantes países del SME se está ampliando durante 1992, agravando, en consecuencia, los problemas de competitividad de los productos españoles.

La moderada desaceleración de los salarios pactados en los convenios colectivos durante el año 1992 resulta insuficiente y se está neutralizando, además, por la generalización de las cláusulas de revisión automática de los salarios, en función de la inflación pasada. Los efectos perturbadores de la estabilidad de los precios que estas prácticas de indexación salarial comportan se hacen especialmente patentes en momentos como los actuales, en los que se producen aumentos transitorios de la inflación, a consecuencia de los aumentos de la imposición indirecta o de la depreciación del tipo de cambio. Este comportamiento de los costes laborales, que contrasta con la mayor moderación de los salarios que se observa en las economías europeas, estimula el sostenimiento de los procesos inflacionistas en aquellos sectores en los que la demanda mantiene mayores ritmos de crecimiento o que se encuentran más protegidos de la competencia exterior; en el resto —en los sectores más dinámicos y abiertos a la competencia exterior—, la presión de los costes salariales se traduce en una disminución de los márgenes empresariales que afecta a la tasa de inversión, reduce la competitividad a medio plazo y determina una caída del empleo.

Los datos de la Encuesta de Población Activa del segundo trimestre de 1992 reflejaron una acentuación de la caída del empleo, con un descenso del 1,3 % para el total de los ocupados, que estuvo especialmente concentrado en el componente del empleo asalariado del sector privado, en el que la caída alcanzó el 3,5 % en términos de tasa anual.

El desequilibrio de las cuentas públicas durante los nueve primeros meses del año 1992 se ha acentuado notablemente, como se analiza en el epígrafe sexto de este informe, situándose el déficit de caja del Estado en 1.509 mm, con un aumento del 77,4 % en relación con igual período del año anterior. Los ajustes impositivos que entraron en vigor en el mes de agosto aliviarán el déficit del Estado durante los próximos meses —aunque su incidencia será más intensa en el próximo ejercicio—, y las medidas acordadas en julio tendrán

también un impacto positivo en la evolución del gasto de consumo de la Seguridad Social y en los pagos por incapacidad laboral transitoria. Aun así, el déficit acumulado por el conjunto de las Administraciones Públicas en el año 1992 volverá a ser elevado, con la incertidumbre que existe sobre la evolución de las cuentas de los Entes Territoriales —autonómicos y locales—.

La constatación de todos estos factores —caída en la tasa de inversión y actividad, disminución del empleo, aumentos de los desequilibrios exterior y público y tensiones salariales— ha coincidido con una situación en la que las incertidumbres sobre la ratificación del Tratado de Maastricht y la falta de progreso suficiente en los programas de convergencia han hecho que los mercados se encuentren cada vez más sensibilizados ante las condiciones internas de las distintas economías. De hecho, las dificultades que la ratificación del Tratado está encontrando en algunos países y las divergencias que se mantienen entre las distintas economías comunitarias, en términos de estabilidad de precios, posición cíclica y combinaciones de política económica, han acabado por minar la confianza en la parrilla de paridades, que se mantenía sin modificaciones desde 1987. Los procesos especulativos desencadenados como consecuencia de ello han determinado una crisis muy profunda del mecanismo de cambio, que ha supuesto la salida temporal de la libra y de la lira, y la devaluación de la paridad central de la peseta en un 5 % (véase epígrafe siguiente).

La política monetaria y financiera instrumentada por las autoridades durante este período se ha visto condicionada por la evolución de los mercados cambiarios, como se analiza con detalle en el último epígrafe de este Informe. Aunque el crecimiento de los activos líquidos en manos del público durante el tercer trimestre del año —del 6,4 % con respecto al trimestre precedente, en términos anualizados— supone una cierta desaceleración del ritmo de aumento del segundo trimestre, los datos del mes de septiembre muestran una importante recuperación, como consecuencia del aumento de la preferencia por la liquidez de los distintos agentes ante la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés, así como por el efecto expansivo generado por el sector público ante las dificultades para financiarse en los plazos más largos.

El clima de incertidumbre dominante en los mercados financieros y cambiarios, que ha afectado en mayor medida a las economías con mayores desequilibrios y con monedas potencialmente más débiles, ha trastocado drásticamente los tipos de interés. En España, durante la crisis del SME, se ha acentuado el proceso de aumento generalizado de tipos a plazos más largos, que se inició como consecuencia del voto negativo en el referéndum danés. Dicho proceso se vio amplificado por las importantes carteras de deuda en poder de entidades bancarias y de no residentes,

y alcanzó su punto álgido en los primeros días de octubre.

La decisión de las autoridades de mantener la peseta dentro del mecanismo de cambios del SME, aceptando una devaluación del 5 % en su paridad central, así como las medidas extraordinarias de carácter transitorio adoptadas por el Banco de España, con el fin de desincentivar los movimientos de capital de carácter especulativo, han contenido el proceso de alzas en los tipos de interés y han permitido que la peseta se mantenga dentro de su nueva banda de fluctuación en un clima en el que las tensiones cambiarias han remitido considerablemente, aunque no se hayan despejado las incertidumbres sobre la evolución futura de la unión monetaria. En la segunda mitad del mes de octubre, los tipos de interés han registrado bajas significativas, que apuntan a una progresiva normalización de los mercados, en un clima de expectativas de descenso de los tipos de interés alemanes. A este proceso también ha contribuido la flexibilización introducida por el Banco de España en las reglas de valoración de la cartera de deuda de las entidades financieras.

La debilidad registrada por el tipo de cambio de la peseta, desde mediados del mes de septiembre, ha sido consecuencia, en parte, de las tensiones que sacudieron el Sistema Monetario Europeo y de los consiguientes movimientos especulativos, pero es también el resultado de los insuficientes progresos de sus agentes e instituciones en el ajuste de la economía a un sistema de tipos de cambio fijos, donde una paridad sólo es sostenible si se avanza decididamente en el proceso de convergencia con los países más estables del sistema. Por ello, la persistencia de déficit públicos elevados y de tensiones salariales que atezan las posibilidades de crecimiento de la economía y empeoran su competitividad son incompatibles con la estabilidad cambiaria y comprometen el avance hacia la unión monetaria.

En este sentido, la depreciación registrada por el tipo de cambio de la peseta ha corregido, parcialmente, las pérdidas de competitividad que había acumulado la economía española en los últimos años; ahora bien, para que puedan hacerse efectivos a medio plazo los beneficios de la misma —en forma de mejora de la competitividad y aumento del potencial de crecimiento interior—, es necesario que durante el año 1993 se registre una corrección importante en la evolución del déficit público y en las pautas de crecimiento salarial que coloquen la economía en una situación que le permita beneficiarse de la esperada recuperación de la economía mundial. El esfuerzo de austeridad incorporado a la Ley de Presupuestos del Estado requiere el respaldo de una ejecución presupuestaria estricta, que debería hacerse extensiva al conjunto de las Administraciones Públicas, y la negociación salarial del próximo año habría de ajustarse a las condiciones de rentabilidad de las empresas, asu-

miendo una moderación efectiva, en consonancia con las dificultades que experimenta la economía y con el comportamiento de los salarios en las restantes economías europeas, y abandonando las cláusulas de indicación con la inflación pasada. Sólo de esta manera —y a la espera de las medidas de carácter estructural que mejoren el funcionamiento de los distintos mercados y aumenten la productividad de la economía— podrá acelerarse el proceso de convergencia necesario para mantener la peseta dentro de la parrilla de paridades y avanzar en el proceso de unión monetaria.

2. EL CONTEXTO EXTERIOR DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

En los meses transcurridos de 1992, las economías de los países industrializados han continuado sin mostrar indicios claros de reactivación (ver cuadro 2). Los países que en 1991 se situaron en el punto más bajo del ciclo económico no han conseguido, hasta el presente, dinamizar de forma definitiva sus economías, mientras que aquellos en los que la actividad económica mostraba más empuje, como Japón y Alemania, han registrado una intensa ralentización de su crecimiento. La recuperación del ritmo de la actividad económica a nivel internacional está siendo más lenta que en anteriores ciclos y más difícil de lo que las previsiones anteriores apuntaban. A pesar de las medidas de política económica de claro signo expansivo adoptadas en algunos países, como Estados Unidos y Japón, y del freno al proceso de consolidación fiscal en las economías europeas, no se ha apreciado, en general, una reacción significativa de las demandas internas respectivas. Este contexto ha favorecido la continuación del proceso de reducción progresiva de las tasas de inflación en la mayor parte de los países, o, cuando menos, su estabilización a niveles reducidos; incluso en Alemania, que venía constituyendo la excepción más clara a este comportamiento, parece que las tensiones inflacionistas han comenzado a ceder en los últimos meses.

Los desequilibrios externos se han visto ampliados, en general, a lo largo del año, con un empeoramiento del déficit corriente de Estados Unidos y de la Comunidad Europea (CE) en su conjunto y un aumento del superávit japonés. Las diferencias en la valoración de los problemas económicos internos han dictaminado políticas monetarias de signo muy diverso en los principales países, como refleja la trayectoria descendente seguida por los tipos de interés a corto plazo en Japón y Estados Unidos, frente a la estabilidad y elevación más reciente de los mismos en los países de la Comunidad. La relajación de la disciplina fiscal ha sido un fenómeno generalizado en 1992, si bien en algunos países cabría hablar de un freno en el proceso de consolidación, asociado a la situación cíclica, mientras que en otros ha supuesto un verdade-

2. Principales indicadores macroeconómicos. Previsiones a corto plazo
Tasas de variación interanuales

	1990	1991	1992 (p)	1991				1992	
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
PRODUCTO (a):									
Países industrializados	2,5	0,8	1,5	0,4	0,3	0,5	0,8	1,5	1,5 p
Estados Unidos	0,8	-1,2	1,8	-1,9	-1,7	-1,0	0,1	1,6	1,5
Japón	5,2	4,4	1,8	5,9	4,5	4,3	3,2	2,2	1,8
CE	3,0	1,5	1,1	1,2	1,2	0,9	1,0	1,2	0,8 p
Alemania	4,8	3,7	1,2	5,8	4,7	2,7	1,3	1,2	1,1
Francia	2,2	1,1	2,0	0,3	1,0	1,6	1,8	2,7	2,2
Italia	2,2	1,4	1,1	1,2	1,7	1,1	1,8	2,0	0,9 p
Reino Unido	1,0	-2,2	-1,0	-2,1	-3,4	-2,1	-1,2	-1,5	-0,7
DEMANDA INTERNA (a):									
OCDE	2,3	0,2	1,5	-0,3	-0,5	-0,0	0,6	...	...
Estados Unidos	0,3	-1,8	2,1	-2,7	-2,5	-1,6	-0,2	1,7	1,9
Japón	5,4	3,0	1,3	4,6	2,7	2,8	1,8	1,6	0,8 p
CE	2,9	1,3	1,4	1,0	0,8	1,0	1,3	1,5	...
Alemania	5,1	3,1	2,1	4,3	3,9	2,3	1,6	2,3	0,3 p
Francia	2,6	1,0	0,9	1,4	0,4	0,9	0,8	1,1	1,2 p
Italia	2,4	2,3	1,9	0,6	3,0	2,6	3,0	3,3	...
Reino Unido	-0,1	-3,1	0,2	-2,9	-4,8	-3,4	-1,6	-0,7	0,6 p
PRECIOS AL CONSUMO:									
OCDE	4,9	4,4	3,3	5,9	5,4	5,0	4,4	4,3	...
Estados Unidos	5,4	4,2	3,1	5,3	4,9	3,9	3,0	2,9	3,1
Japón	3,1	3,3	2,2	3,7	3,4	3,2	2,8	1,9	2,3
CE	5,6	5,1	4,5	5,6	5,1	5,0	4,7	4,7	4,8
Alemania	2,7	3,5	3,8	2,7	3,1	4,1	3,9	4,3	4,5
Francia	3,4	3,2	2,9	3,4	3,2	3,0	2,9	3,1	3,1
Italia	6,1	6,4	5,6	6,6	6,8	6,4	6,1	5,6	5,5
Reino Unido	9,5	5,9	3,8	8,7	6,0	4,8	4,1	4,1	4,2
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b):									
OCDE	-0,7	-0,1	-0,2	—	—	—	—	—	—
Estados Unidos	-1,6	-0,1	-0,9	12,2	2,4	-11,1	-7,2	-5,9	-17,8
Japón	1,2	2,2	3,1	10,3	18,7	19,6	24,4	27,6	28,8
CE	-0,3	-0,9	-1,0	—	—	—	—	—	—
Alemania (c)	3,1	-1,2	-1,3	-5,5	-5,7	-6,1	-2,1	-5,6	-6,1
Francia	-1,3	-0,5	0,7	-5,4	-1,0	-0,2	-1,4	-2,1	1,6
Italia	-1,3	-1,8	-2,9	-9,3	-6,4	-6,7	-12,3	-9,7	-4,8 e
Reino Unido	-3,1	-1,1	-2,0	-4,5	-0,6	-2,2	-3,0	-5,1	-5,1
NECESIDADES DE FINANCIACION (-) DE LAS AAPP (d):									
Estados Unidos	-2,5	-3,4	-4,9	...	...	...	...	...	...
Japón	3,0	2,4	1,7	...	...	...	...	...	...
Alemania (c)	-2,0	-3,2	-2,9	...	...	...	...	...	...
Francia	-1,4	-1,9	-2,7	...	...	...	...	...	...
Italia	-10,9	-10,2	-11,2	...	...	...	...	...	...
Reino Unido	-0,8	-2,0	-6,2	...	...	...	...	...	...

Fuentes: OCDE, FMI, WEFA y Banco de España.

- (a) Series en términos reales y ajustadas de variaciones estacionales. PIB para todos los países y áreas, excepto para los datos trimestrales de Japón y Alemania que son PNB. Los datos anuales de 1992 de la CE y de Alemania incluyen el total de Alemania. Los datos trimestrales, sin embargo, corresponden a Alemania Occidental. La previsión de crecimiento real del PIB en 1992 para la antigua RFA es de 0,9 % y 1,5 % para la demanda interna.
- (b) Datos anuales en porcentaje del PIB. Datos trimestrales, saldos en miles de millones de dólares. En base transacciones Estados Unidos, Japón y Francia, y registro de caja el resto de los países. Saldos no desestacionalizados, excepto Estados Unidos y Reino Unido.
- (c) Los datos de balanza de pagos y déficit público corresponden al conjunto de Alemania desde 1991.
- (d) En porcentaje del PIB.
- (e) Abril.
- (p) Previsión.

ro retroceso; en cualquier caso, los presupuestos actualmente en fase de elaboración o aprobación señalan, en general, una corrección para el próximo ejercicio. A lo largo de todo el año han sido evidentes un deterioro general de las expectativas de los agentes y la existencia de un elevado grado de incertidumbre sobre la evolución futura de las principales economías, especialmente a partir del segundo trimestre. Desde principios del mes de septiembre, el clima de pesimismo general, unido a la manifestación de ciertas dificultades en el proceso de unificación europea, se ha traducido en episodios de intensas turbulencias en los mercados financieros y cambiarios, cuyo desenlace aún es incierto.

Entre los factores que explican la atonía de la actividad económica general, cabe incluir: los ajustes que se vienen realizando en la posición financiera del sector privado en muchos países, tras el fuerte endeudamiento y, en algunos casos, los excesos especulativos registrados en la fase de expansión, que estarían dificultando la recuperación de la demanda interna; la persistencia de desequilibrios presupuestarios de carácter estructural en algunos países, con efectos perniciosos sobre los niveles de confianza de consumidores y empresarios; la falta de avance en los acuerdos sobre liberalización del comercio mundial; y, por último, la falta de coordinación de las políticas económicas en el seno de la Comunidad y entre los países más industrializados.

La economía norteamericana, que comenzó el año con un repunte en el nivel de actividad, registró, de nuevo, un retroceso en el segundo trimestre. Aunque la inversión en bienes de equipo tomó el relevo del gasto en consumo, como componente dinamizador de la demanda interna, no fue suficiente para contrarrestar la caída de las exportaciones y la contribución fuertemente negativa del sector exterior. En un clima de incertidumbre política, asociado a las elecciones presidenciales del mes de noviembre, los indicadores de actividad y confianza más recientes aportan señales ambiguas, pero, en general, no alteran significativamente el panorama de atonía de la actividad para el resto del año, que se prevé impulsada esencialmente por la demanda interna, hasta situar la tasa de crecimiento del PIB en el 1,8 %.

Las previsiones existentes apuntan a una revitalización gradual de la actividad a lo largo del año próximo. La mejora de la posición financiera de las familias, los reducidos niveles en los que han llegado a situarse los tipos de interés y el descenso lento, pero progresivo, que viene registrando la tasa de paro deberían sustentar nuevos impulsos de la demanda interna. La contribución de la demanda externa dependerá, en gran medida, de si la trayectoria apreciadora seguida por la divisa norteamericana durante el mes de septiembre se confirma, y de si llega a contrarrestar o no la depreciación efectiva sufrida durante el se-

gundo trimestre de 1992, que situó al dólar en mínimos históricos.

La economía japonesa también ha registrado una intensa desaceleración de su crecimiento en el presente año. Tras un primer trimestre con un nivel de actividad elevado, se produjo en el siguiente un retroceso en el crecimiento, como recoge la reducida tasa intertrimestral correspondiente, que fue del 0,3 %. Esta economía ha entrado así en un proceso de ajuste, tras un período de expansión con episodios de sobrecalentamiento y excesos especulativos en los mercados de activos reales y financieros, cuyo desplome ha colocado al sector financiero en una situación muy delicada. Todo ello ha conducido a un intenso deterioro del clima económico —tal como lo reflejan los indicadores de confianza—, a un estancamiento de la demanda interna, con descensos considerables en los niveles de inversión privada, y a un debilitamiento del sector industrial, como muestran las continuas caídas de los índices de producción industrial. No obstante, las previsiones señalan una tasa de crecimiento del PIB, para el conjunto del año, próxima al 1,8 %, sustentada por el excelente comportamiento del sector exterior, y, en 1993, un aumento del crecimiento hasta tasas en torno al 2,5 %, inducido por una reacción más positiva de la demanda interna, ante las medidas monetarias y fiscales expansivas adoptadas a lo largo de 1992, así como por las encaminadas al fortalecimiento del sector bancario.

En la Comunidad Europea, la recuperación de la actividad económica ha marchado a un ritmo más lento del esperado en la mayor parte de los países, y la desaceleración del crecimiento ha sido más acusada de lo previsto en Alemania. Como resultado, se ha revisado a la baja la previsión de crecimiento del PIB comunitario para 1992, que se sitúa actualmente en el 1,1 %. El débil pulso de la actividad económica ha tenido un impacto muy negativo sobre el nivel de empleo en la mayor parte de los países, situando la tasa de paro conjunta en 1992 en el 10,1 %; a pesar de que para el año próximo se espera una cierta revitalización del ritmo de crecimiento de las economías comunitarias, ésta no será suficiente para corregir la trayectoria creciente de la tasa de desempleo, que podría alcanzar el 10,5 % en 1993.

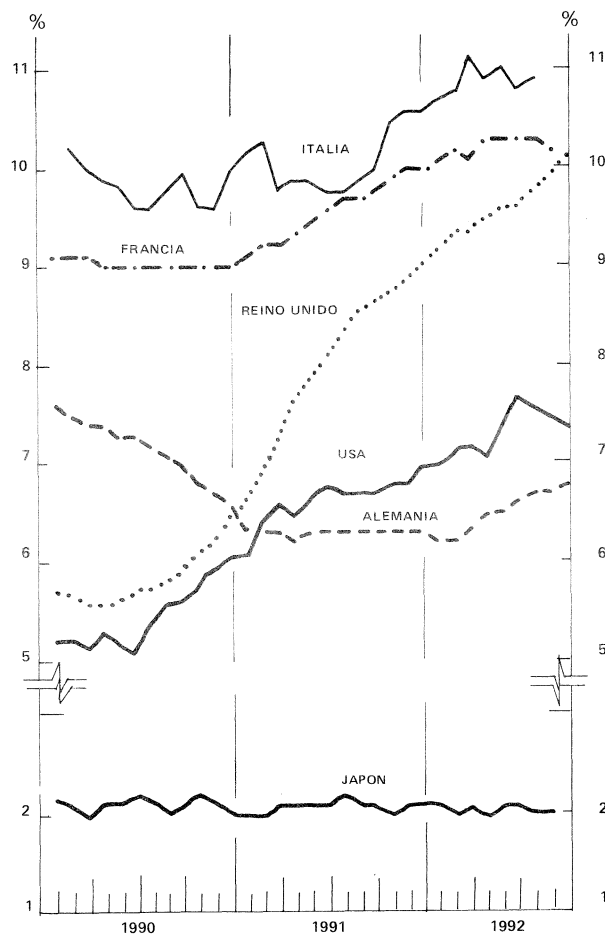
Esto revela la urgencia de acometer las reformas estructurales pendientes en los mercados de trabajo de la mayor parte de los países comunitarios, lo que permitiría imprimir un ritmo más rápido a la recuperación de sus economías. Por otra parte, esta recuperación se ha visto también dificultada por el tono monetario estricto prevaleciente en la Comunidad a lo largo del año, impulsado por la decisión de las autoridades alemanas de combatir las presiones inflacionistas en su país con una combinación de políticas, en la que la política monetaria debía asumir una orientación claramente restrictiva. Esto ha determinado tipos de interés exce-

sivamente elevados para otras economías en las que, con un comportamiento inflacionista bastante moderado, resultaba altamente preocupante el débil pulso de la actividad. No obstante, las dificultades para la reactivación han sido resultado, igualmente, de la persistencia de ciertos desequilibrios estructurales en algunos países. Por otra parte, las divergencias en el tono de las políticas económicas deseadas han terminado introduciendo tensiones en los mercados financieros y cambiarios, adicionales a las que habían creado las dificultades aparecidas en el proceso de Unión Monetaria en Europa, lo que ha desembocado en la convulsión monetaria del Sistema Monetario Europeo en el mes de septiembre.

Tras el fuerte crecimiento registrado en los comienzos del año en la antigua Alemania Occidental, en el segundo trimestre tuvo lugar un retroceso en el ritmo de crecimiento de la producción, asociado a una fuerte contracción de la demanda interna, en especial de la inversión en capital fijo. En consonancia con el menor crecimiento de la demanda interna, se produjo una caída de las importaciones, que permitió un ligero impulso de la demanda exterior neta sobre el nivel de actividad. Los indicadores más recientes relativos a la producción industrial y al empleo, y el control más estricto del gasto público que declaran estar realizando las autoridades alemanas, no permiten prever un relanzamiento de la actividad en el presente año, situándose con ello la tasa de crecimiento del PIB en el 0,9 %, frente al 3,7 % del año anterior. En contraposición a lo ocurrido en 1991, el crecimiento del PIB del conjunto de Alemania, que se estima en el 1,2 %, se beneficiará de la evolución de la zona oriental, en la que los datos recientes sobre el producto interior y los índices de producción industrial apoyan una trayectoria descendente del paro y ofrecen perspectivas más optimistas para 1993.

La evolución en el resto de los países comunitarios, dentro del marco general de desaceleración de la actividad —y, previsiblemente, muy condicionada en la segunda parte del año por el deterioro de las expectativas que la inestabilidad en los mercados financieros y cambiarios está llevando aparejado—, presenta situaciones diversas. El Reino Unido continúa inmerso en la fase recesiva, con un crecimiento negativo del 1 % previsto para 1992, a pesar del comportamiento expansivo del gasto público, que no ha podido contrarrestar las nuevas caídas en el consumo privado ni la contribución negativa, en los últimos meses, del sector exterior. En Francia, aunque también se ha observado una creciente debilidad de la demanda interna, el efecto contractivo de esta última sobre las importaciones ha contribuido a una evolución muy favorable del sector exterior, que ha permitido un cierto repunte del ritmo de actividad en 1992. La actividad económica en Italia, que no ha contado en 1992 con el impulso del sector exterior, permanecerá en los niveles de atonía del pasado año

2. Tasas de desempleo de los principales países industrializados (a)



Fuentes: Nacionales.

(a) Ajustadas de variaciones estacionales excepto en el caso de Italia.

y, en cuanto a las perspectivas para 1993, dependen en gran medida del impacto del programa de ajuste fiscal recientemente adoptado y de la evolución del tipo de cambio de su moneda.

El debilitamiento del pulso de la actividad económica se ha traducido, en la mayoría de los países, en una moderación en el crecimiento de los costes y en una reducción significativa de las tensiones inflacionistas en 1992, que consolida el proceso iniciado el pasado año. La evolución de las tasas de inflación interanuales en los últimos meses señala una estabilización del proceso inflacionista en Estados Unidos, en el entorno del 3 %, y una desaceleración progresiva en Japón y en Europa. En Alemania, país en el que las presiones inflacionistas parecían más preocupantes en la primera mitad del año, se observa una reciente mejoría. Tras la absorción, en el mes de julio, del efecto que sobre la tasa anual tenían los impuestos introducidos el pasado año para hacer frente a los costes de la unificación, la tasa de inflación interanual del mes de septiembre ha quedado cifrada en el 3,5 %. No obstante, a pesar de que las previsiones actuales señalan un comportamiento favorable de los precios en

la mayoría de los países durante el próximo año, en consonancia con el ritmo lento de recuperación económica, esas previsiones pueden ser modificadas por el efecto negativo que sobre las expectativas inflacionistas puede tener la persistencia de los desequilibrios presupuestarios en varios países, como Estados Unidos, Alemania, el Reino Unido e Italia, y por la depreciación efectiva registrada por algunas monedas, como es el caso del dólar hasta el mes de agosto del presente año y los de la lira italiana y la libra esterlina en los meses de septiembre y octubre.

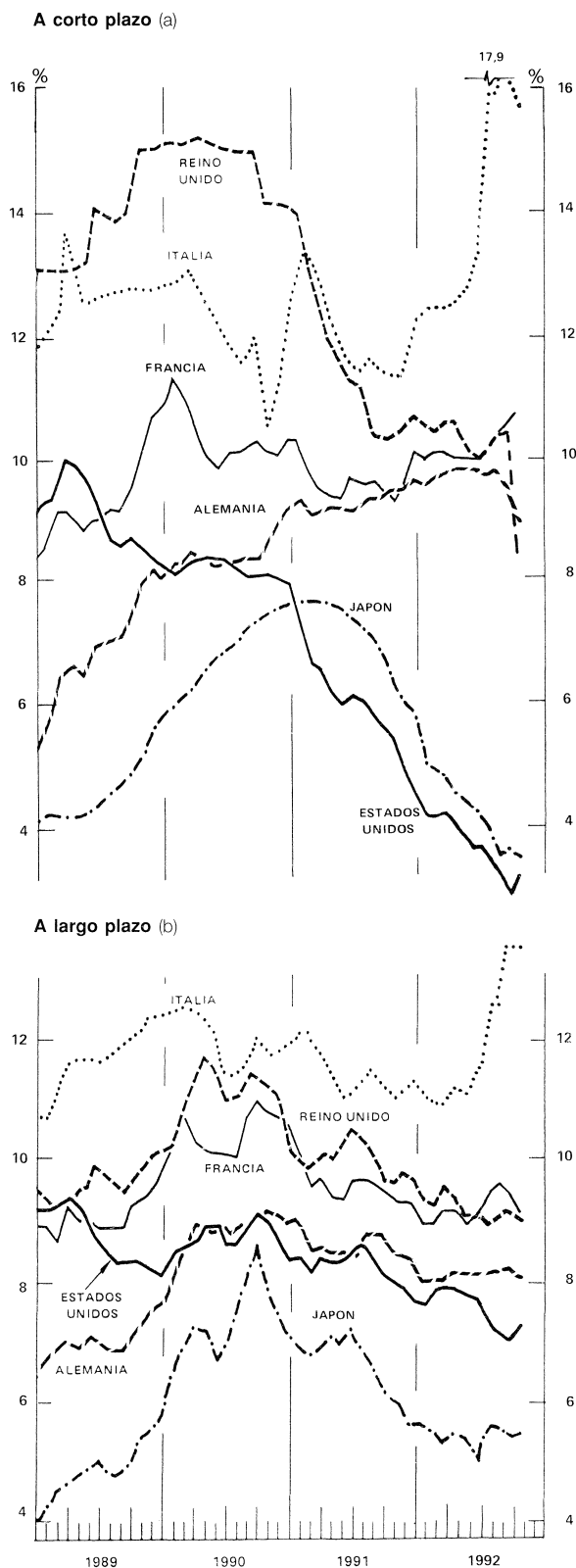
En línea con la pérdida de impulso de la recuperación económica a nivel internacional, las últimas previsiones apuntan a una modificación a la baja del crecimiento del comercio mundial, que se situaría en un 4,9 % para el año 1992, por encima, no obstante, del mínimo histórico alcanzado el año anterior. Se han ampliado, en general, los desequilibrios externos de los principales países, previéndose para final de año un aumento del superávit japonés, del déficit norteamericano y del déficit conjunto de la Comunidad, si bien el correspondiente a la balanza alemana será muy similar, en términos del PIB, al del año anterior. El crecimiento del superávit japonés recoge una trayectoria también alcista de su balanza comercial, como resultado del éxito en la reorientación de sus exportaciones a los mercados de Asia Oriental y del efecto contractivo sobre sus importaciones del debilitamiento de su demanda interna. En Estados Unidos, el deterioro del saldo corriente enmascara un aumento aún mayor de su déficit comercial, compensado, parcialmente, por los pagos asociados a la guerra del Golfo Pérsico, que aún inciden sobre las cuentas exteriores norteamericanas de 1992. La ligera mejora del déficit alemán se ha visto impulsada por una evolución aún más positiva del superávit comercial, explicado por el descenso de las importaciones de este país, tendencias ambas que se espera que continúen el año próximo. Dentro de la Comunidad, cabe destacar, por una parte, el caso de Francia —cuya balanza corriente se prevé que alcance un saldo equilibrado en este año, especialmente tras los elevados superávits comerciales que viene registrando en los últimos meses—, y, por otra, los casos de Italia y el Reino Unido, países en los que, a pesar de la debilidad de la demanda interna, no se aprecia una reacción suficientemente favorable del sector exterior.

En 1992, se ha producido un deterioro de la situación presupuestaria en los principales países industrializados, explicada, en parte, por factores cíclicos, pero también, en muchos casos, por el sesgo expansivo adoptado por las políticas fiscales respectivas. Esto adquiere especial relevancia en los momentos actuales, tanto por los obstáculos que puede suponer para una reducción de los tipos de interés reales a nivel internacional, que permita agilizar el proceso de recuperación económica, como por su efecto negativo sobre las expectativas, en el contexto actual de

gran incertidumbre e inestabilidad financiera. La dificultad de la economía norteamericana para reducir su déficit público se ha puesto de manifiesto de nuevo con la modificación al alza de la previsión para este año, que lo sitúa en el 4,9 % del PIB, y con los datos aparecidos del déficit de caja que, a falta de un mes para cerrar el año fiscal de 1992, confirman su aumento en dólares corrientes respecto al año anterior. En Japón, la reducción del superávit presupuestario en 1992 en casi un punto del PIB no parece preocupante, debido al margen conseguido en el anterior proceso de consolidación fiscal. A esta reducción hay que añadir el paquete de medidas adoptado en el mes de agosto pasado, destinado a fortalecer el sistema bancario, recuperar el clima de estabilidad en los mercados financieros e impulsar, por esta vía, la inversión y, en fin, la actividad económica. En la Comunidad Europea, las previsiones señalan, igualmente, un deterioro de los déficits públicos en 1992 en la mayor parte de los países, si bien los presupuestos elaborados para el año próximo recogen importantes reducciones de los déficits públicos en algunos de ellos. En Alemania, al margen de la financiación pública del proceso de unificación recogida en partidas extrapresupuestarias, las necesidades de financiación de las AAPP se estiman, en 1992, en un 2,9 % del PIB. Sin embargo, los presupuestos para 1993 tienen un corte claramente restrictivo, limitan el aumento del gasto público al 2,5 % y prevén un incremento de los ingresos en torno al 5 %, sustentado, entre otras vías, por el aumento en un punto porcentual del IVA, a partir del mes de enero de 1993. En Francia, los planes presupuestarios para el año próximo evidencian los deseos de una política de racionalización del sector público, al acompañar una reducción de impuestos de un crecimiento más moderado del gasto público. Italia aprobó en agosto pasado un conjunto de medidas de reducción del gasto público bastante drásticas, que, aunque no permiten una corrección sustancial del elevado nivel del déficit público ni en este ni en el año próximo (la previsión lo sitúa en el 9,9 % del PIB en 1993), se incluyen en un plan de ajuste presupuestario a largo plazo, actualmente en discusión, que pretende reducirlo al 3,5 % del PIB en el año 1996. La débil situación de la economía británica ha contribuido a elevar el gasto público más de lo previsto en el año 1992, hasta situar la estimación del déficit en el 6,2 % del PIB y promover la formulación de un presupuesto de corte aún más expansivo para el año fiscal 1993/94.

Tal como se ha comentado, en el tercer trimestre del año se han mantenido las diferencias de tono entre las políticas monetarias comunitarias y no comunitarias. Estados Unidos y Japón han proseguido con la relajación monetaria que vienen instrumentando desde finales de 1990, a fin de impulsar por esta vía la actividad real, y ante la ausencia de tensiones inflacionistas. En esta línea, en el período enero-octubre las autoridades norteamericanas han ido rebajando sus

3. Tipos de interés



Fuentes: OCDE y WEFA.

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

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

tipos oficiales —tipo de descuento y tipo de los fondos federales—, que actualmente se encuentran situados en el 3 %. Japón, por su parte, mantiene el tipo de descuento en el 3,25 % desde finales del mes de julio. En consecuencia, los tipos de interés de mercado han evolucionado, si bien en Japón los tipos a largo plazo se mantienen en los niveles registrados a principios de año.

Los países de la CE, por el contrario, condicionados por las políticas económicas alemanas, han mantenido una política monetaria restrictiva, que no se ha visto relajada, a pesar de que las presiones inflacionistas en Alemania parecieron comenzar a ceder en el segundo trimestre del año. Por el contrario, ante el desbordamiento monetario que refleja la evolución de M3, muy por encima de los objetivos, el tipo de descuento alemán se revisó al alza en 0,75 puntos porcentuales a mediados del mes de julio.

La persistencia, e incluso la acentuación, de los diferenciales de rentabilidad entre los países de la CE y Estados Unidos y Japón ha sido el principal factor determinante de la evolución de los tipos de cambio entre las principales monedas. En efecto, los bajos tipos de interés de la economía norteamericana y la falta de signos evidentes de recuperación han afectado sustancialmente al dólar, que, entre los meses de abril y septiembre, se ha depreciado un 14 % frente al marco y un 8,6 % frente al yen.

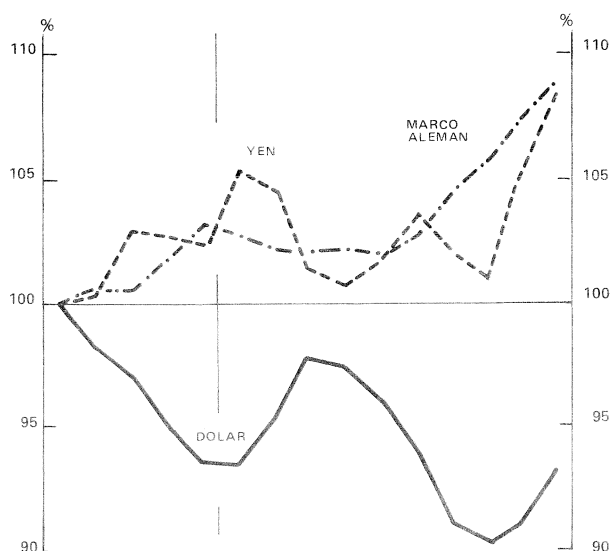
Tales diferencias, que son un reflejo del retroceso experimentado, en los últimos años, en el grado de coordinación de las políticas económicas, han sido, junto con una insuficiente convergencia de las economías comunitarias, uno de los factores desencadenantes de las turbulencias cambiarias que han afectado al Sistema Monetario Europeo desde primeros de septiembre.

Desde la celebración del referéndum danés, el día 2 de junio, y como consecuencia de su resultado negativo, el Sistema Monetario Europeo ha roto con el período de estabilidad que le venía caracterizando desde enero de 1987. La parrilla de paridades adoptada entonces había gozado de un alto grado de credibilidad, al cual contribuían significativamente las expectativas creadas en torno a la Unión Económica y Monetaria (UEM), a pesar de un entorno que no ha estado exento de perturbaciones de diversa índole, como han sido la reunificación alemana, la guerra del Golfo Pérsico, la transición de las economías de Europa del Este y la recesión económica mundial.

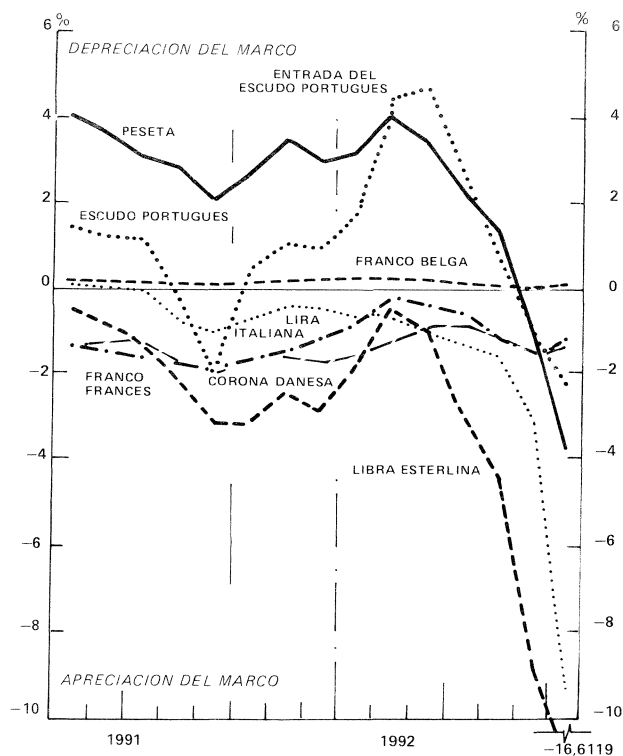
Sin embargo, las dificultades en torno al proceso de ratificación del Tratado de Maastricht y el mantenimiento de divergencias muy marcadas entre las economías comunitarias han introducido un alto grado de incertidumbre sobre el proyecto de UEM, y han minado la confianza en la estabilidad de las paridades del Sistema, en especial de las monedas de aquellos paí-

4. Evolución de los tipos de cambio

Principales divisas frente a países desarrollados (a)



SME frente al marco (b)



Fuente: Banco de España.

(a) Índices de los tipos de cambio efectivos nominales frente al conjunto de países desarrollados.

(b) Tasas de apreciación (depreciación) de los tipos de cambio medios mensuales respecto a los tipos centrales bilaterales frente al marco. Para la lira italiana y la peseta se han representado, en el mes de septiembre, el porcentaje medio correspondiente a las depreciaciones respecto a la antigua paridad central hasta la fecha de la devaluación (devaluación del 7 % de la lira italiana el 14 de septiembre y del 5 % de la peseta el 17 de septiembre) y las depreciaciones respecto a la nueva paridad central fijada a partir de dichas fechas.

ses que más se beneficiaban de la credibilidad que proporcionaba el propio Sistema, y de los compromisos recogidos en sus planes de convergencia. Así, en el mes de junio, la lira italiana se vio sometida a intensos rumores de devaluación, que determinaron subidas significativas de los tipos de interés en todos los plazos y cuantiosas intervenciones por parte del Banco de Italia en el mercado de cambios. La moneda italiana pasó a ser la moneda más débil de la banda estrecha, a la vez que la libra esterlina se movía prácticamente en su límite de depreciación frente a la peseta, que se vio arrastrada por la divisa británica y fue perdiendo posiciones frente al marco.

La subida en 0,75 puntos del tipo de descuento alemán en el mes de julio, esperada por los mercados, no provocó tensiones adicionales en los tipos de cambio. Además de los países del área del marco, Italia, ante el riesgo que suponía para su moneda, siguió plenamente la decisión alemana, aumentando en igual cuantía sus tipos oficiales; España, por su parte, elevó su tipo de intervención en 0,6 puntos porcentuales.

Las presiones en contra de la lira se recrudecieron en los días finales de agosto, como consecuencia del clima de incertidumbre creado por la celebración del referéndum francés y de la fortaleza del marco alemán frente al dólar. En estas circunstancias, en los primeros días de septiembre, la lira y la libra se situaron nuevamente en sus límites máximos de depreciación frente al marco, que, en el caso de la moneda italiana, hizo necesario un nuevo aumento de los tipos de interés —reducidos un mes antes, tras una pasajera suavización de las tensiones cambiarias— e intervenciones marginales por parte de los bancos centrales, que para el Banco de Italia supusieron una drástica reducción de sus niveles de reservas.

El día 13 de septiembre, a petición de las autoridades italianas y alemanas, se decidió una devaluación de la lira del 7 %, frente al resto de monedas del Sistema, que fue acompañada, al día siguiente, por un descenso de los tipos alemanes: 0,25 puntos porcentuales del tipo Lombard y 0,50 puntos porcentuales del tipo de descuento.

Los mercados consideraron este movimiento insuficiente para aliviar las tensiones que generaban las discrepancias de política económica y las divergencias acumuladas en materia de inflación y competitividad de las distintas economías. Como consecuencia de ello, se generaron expectativas de modificaciones en los tipos de cambio más allá de los márgenes establecidos por las bandas de fluctuación de algunas monedas y se desencadenaron movimientos de capital de tal intensidad que, en algún caso, desbordaron los mecanismos de estabilidad cambiaria del Sistema. Tal fue el caso de las presiones soportadas por la libra esterlina el día 16 de septiembre, que actuaron como desencadenantes de la crisis. Las autoridades

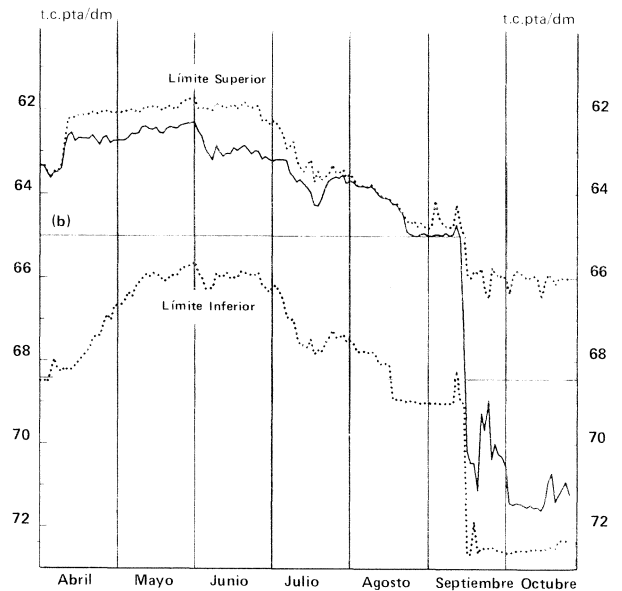
británicas, a pesar de recurrir a dos elevaciones sucesivas de sus tipos de interés, en una cuantía total de cinco puntos, y de realizar intervenciones masivas en los mercados de cambios, por unos volúmenes hasta ahora desconocidos, no pudieron contener las presiones depreciadoras y decidieron, en una situación límite, aceptar la libre flotación de la libra. Tensiones similares también afectaron a la lira italiana, que ya se encontraba en el límite de máxima depreciación y con una situación muy ajustada de reservas, a pesar de mantener tipos de interés considerablemente elevados. Las autoridades italianas decidieron seguir el camino de la libra esterlina y anunciaron que dejaban en suspensión temporal sus compromisos dentro del Sistema Monetario Europeo. La peseta también se vio afectada por presiones depreciadoras intensas, en esos días, aun cuando no había llegado a alcanzar el límite inferior de su banda de fluctuación y mantenía una posición muy holgada de reservas. Las autoridades españolas decidieron afrontar la situación con los instrumentos que el propio SME proporciona, recurriendo a un realineamiento de la paridad central, que implicaba una depreciación del 5 % y que permitía la continuidad de la peseta dentro del mecanismo de cambios.

La celebración del referéndum francés y su apretado resultado positivo mantuvo, e incluso intensificó, la incertidumbre existente sobre la parrilla de paridades, de forma que se produjeron ataques especulativos contra la mayoría de las monedas, de los que sólo se salvaron las más estrechamente vinculadas a la divisa germana.

España optó por introducir medidas que restringieran la capacidad del mercado para generar ataques especulativos y permitieran mantener su moneda en el SME, a pesar de la inestabilidad existente. Por su parte, Portugal e Irlanda reforzaron los controles de cambios, que aún tienen vigentes. En el plazo de diez días, fueron parcialmente relajadas, en el caso español; las autoridades irlandesas, adicionalmente, aumentaron tres puntos los tipos de interés. El franco francés, a pesar del buen comportamiento de los indicadores macroeconómicos, que muestran un gran equilibrio y estabilidad de la economía francesa, también se vio afectado por fuertes presiones depreciadoras, impulsadas por las dudas de los mercados sobre la capacidad de dicha economía para aceptar los costes que impone el seguimiento a un marco considerablemente fortalecido. Para defender su tipo de cambio, las autoridades tuvieron que recurrir a intervenciones muy cuantiosas por parte del Banco de Francia y del Bundesbank, y a aumentos de los tipos de interés franceses de 2,50 puntos.

En definitiva, la configuración actual del Sistema ha cambiado sustancialmente respecto a su situación anterior, aunque se ha superado la fase de tensiones agudas. Además de la salida temporal del Sistema, por parte de la lira y de la libra, España, Portugal e Irlanda mantienen medidas excepcionales, a pesar de lo cual

5. Posición de la peseta en el SME (a)



Fuente: Banco de España.

- (a) Los límites superior e inferior reflejan los márgenes de máxima apreciación y depreciación de la peseta, teniendo en cuenta la posición de las restantes monedas del Sistema.
- (b) Tipo de cambio central de la peseta frente al marco, antes y después de la devaluación del 5 % el día 17 de septiembre.

sus monedas se sitúan en la parte baja de sus actuales bandas de fluctuación. Los acontecimientos recientes han reducido considerablemente las reservas centrales de muchos países y, lo que es más importante, han demostrado la insuficiencia de los mecanismos convencionales a disposición de los bancos centrales para mantener las parrillas de paridades establecidas, cuando se registran expectativas generalizadas de realineamiento. La menor confianza en la estabilidad del Sistema también quedó patente en el hecho de que los diferenciales de tipos de interés entre las monedas fuertes y las débiles se ampliaron considerablemente y el nivel medio de los tipos de interés comunitarios se elevó, en el mes de septiembre, en clara contradicción con los requerimientos de las economías nacionales de una mayoría de estados miembros. Sin embargo, en los últimos días de octubre, los signos de flexibilización de la política monetaria alemana, aprovechados por algunos países para rebajar sus tipos de interés, han contribuido a reducir las tensiones del sistema.

En estas circunstancias, las previsiones respecto a la evolución de las economías comunitarias —y, en general, de la economía mundial— se presentan rodeadas de una incertidumbre mayor que la ya elevada incertidumbre habitual. En particular, la salida del actual clima de recesión, varias veces aplazada en los últimos meses, constituye la principal incógnita para 1993; cabe esperar que el desenlace de las elecciones norteamericanas, el efecto de las medidas fiscales adoptadas en Japón y, especialmente, la reso-

lución de la crisis cambiaria europea contribuyan a despejar los elementos de incertidumbre que actualmente pesan sobre la economía mundial.

3. DEMANDA

Tras desacelerarse a lo largo del primer semestre, la demanda final se debilitó en los meses de verano, en un contexto de expectativas cada vez más pesimistas sobre la situación económica, alentadas tanto por el deterioro del entorno económico internacional como por el efecto esperado a corto plazo sobre la demanda de las medidas de austeridad adoptadas por el gobierno. Al retroceso del gasto en construcción, siguiendo la tendencia de los últimos trimestres, se unieron la caída de la inversión en equipo —tras su efímera recuperación del primer trimestre— y el estancamiento del consumo, el componente del gasto más afectado por las medidas mencionadas. A su vez, la crisis internacional se concretó en una sustancial desaceleración de las exportaciones, evidente a lo largo de los tres primeros trimestres de 1992.

El menor crecimiento del consumo permitió una desaceleración de las compras al exterior, aliviando el impacto negativo del debilitamiento de la exportación sobre el saldo exterior.

Con los indicadores actualmente disponibles, se estima que el *consumo privado* registró en el tercer trimestre de 1992 un crecimiento real ligeramente inferior al experimentado en el trimestre precedente, tanto en términos de tasas intertrimestrales como interanuales, manteniendo, en consecuencia, el proceso de desaceleración iniciado a principios de año.

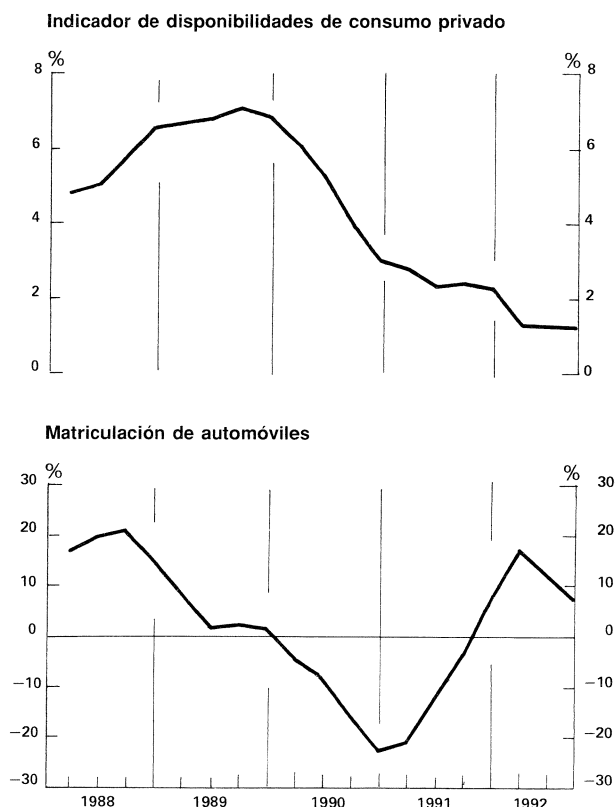
Este menor dinamismo vino determinado por la disminución del ritmo de crecimiento del gasto no alimenticio, ya que el gasto en alimentación continuó relativamente estancado. A pesar de ello, el consumo de bienes no alimenticios siguió registrando tasas elevadas de variación real, como lo muestran las importaciones de este tipo de bienes, que en los meses de julio, agosto y septiembre experimentaron un crecimiento nominal interanual del 25,3 %. En particular, fueron las compras de bienes duraderos las que mayores incrementos registraron, derivados de la fortaleza de las adquisiciones de automóviles, que, con un crecimiento interanual del 5,6 % en el tercer trimestre, frenaron la fuerte desaceleración estimada en el trimestre precedente. Por el contrario, el consumo de otros bienes duraderos y no duraderos se debilitó en los meses de verano, según se desprende de los indicadores de ventas en grandes superficies y de las importaciones.

La desaceleración del consumo es consecuencia del menor ritmo de crecimiento de la renta de las familias, siendo la reducción del empleo el factor que está provocando el mayor efecto contractivo, que no se ve compensado ni por el crecimiento de los salarios ni por el aumento de las prestaciones sociales. Por otro lado, la aportación negativa al crecimiento de la renta de las modificaciones en la imposición directa adoptadas en julio no se percibe aún cuantitativamente, puesto que el aumento de las retenciones a cuenta sobre los rendimientos del trabajo, en vigor desde el mes de agosto, está parcialmente compensado por la caída de las retenciones derivadas de los rendimientos del capital.

Parece, por tanto, que el efecto más notorio de las medidas de austeridad ha recaído, por el momento, sobre las expectativas de los consumidores y sus decisiones de gasto a corto plazo, lo que hace prever un mayor debilitamiento del consumo en los próximos meses.

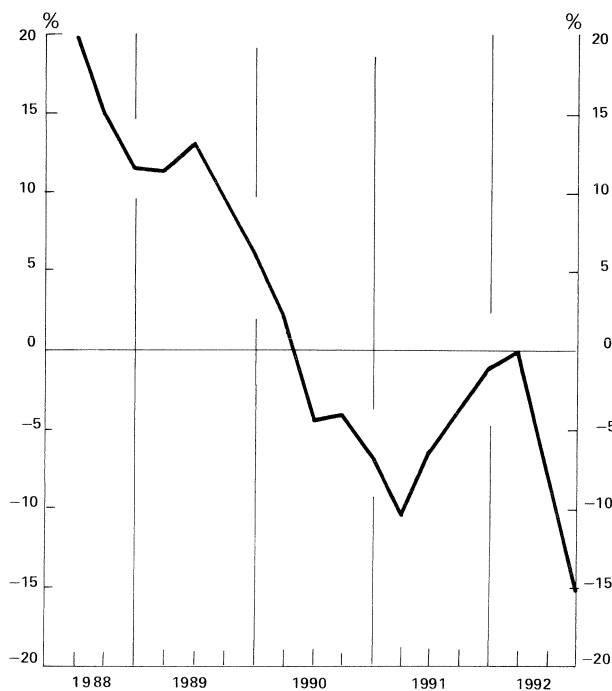
El *consumo público* evolucionó por la senda de desaceleración que ha venido siguiendo a lo largo del presente año, aunque ligeramente acentuada en el tercer trimestre. A diferencia del trimestre anterior, en el que el menor crecimiento del consumo público fue compatible con una ligera aceleración del componente de remuneración de asalariados, en el período más reciente ninguno de sus componentes ha registrado una elevación en sus tasas de variación, manteniéndose la tasa del consumo de capital fijo en línea con su comportamiento tendencial, y disminuyendo la de la remuneración de asalariados y la de las compras netas, estimándose, en este segundo caso, una tasa de variación negativa.

6. Indicadores de consumo privado (a)



Fuentes: Dirección General de Tráfico y Banco de España.
(a) Tasas de variación interanual, no centradas, calculadas sobre la tendencia del indicador.

**7. Indicador de disponibilidades
Bienes de equipo (a)**



Fuente: Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual, no centradas, calculadas sobre la tendencia del indicador.

La *inversión en bienes de equipo* —el componente de la demanda más sensible a las expectativas— ha registrado un brusco cambio de tendencia a lo largo de los tres trimestres transcurridos de 1992. Los diversos indicadores disponibles mostraron un crecimiento interanual positivo, acompañado de unas expectativas muy favorables, en los tres primeros meses. En el segundo trimestre, las expectativas empeoraron notablemente y tuvo lugar un debilitamiento del gasto, que se ha mantenido en los meses de verano.

La información actualmente disponible indica que, en el tercer trimestre, la inversión en equipo retrocedió, tanto en términos de tasas intertrimestrales como interanuales. Las importaciones de este tipo de bienes descendieron un 16,4 %, en términos nominales, en el trimestre julio-septiembre, sobre igual período del año anterior, situando en el -3,4 % la tasa de variación acumulada en el conjunto de los nueve primeros meses. La producción interior descendió un 1,3 % en julio y en agosto, tras caer un 9,2 % en los tres meses anteriores. Paralelamente, las exportaciones de estos bienes han venido mostrando un fuerte dinamismo, reflejo de la debilidad de la demanda interior, que queda bien recogida en las opiniones de los empresarios del sector, con unos niveles de cartera de pedidos interiores que, prácticamente, igualaron su mínimo histórico en el mes de junio (-57).

Esta evolución de la inversión en equipo responde, sin duda, a la situación de incertidumbre económica que se ha generado en los últimos meses y al bajo tono de demanda esperado, como consecuencia del carácter contractivo de la política adoptada por el gobierno, factores ambos que reducen las expectativas de ventas.

El reducido grado de utilización de la capacidad instalada que se registra en la actualidad (76,8 % en el segundo trimestre) y la tendencia descendente de las ventas, con un estancamiento de la cifra de negocios en el primer semestre, según datos de las empresas que cotizan en bolsa, muestran la escasa presión de la demanda, que contribuye, sin duda, a rebajar los planes de inversión de las empresas. En esta situación, el relativo abaratamiento del capital, en relación con el trabajo, sólo impide que la caída de la inversión sea aún más profunda. Pero incluso esta relación de precios relativos favorable al capital debe matizarse, ya que la generación de recursos por las empresas, cada vez más escasa, reduce su capacidad de autofinanciación, y las obliga a acudir a la financiación externa, lo que puede significar, de hecho, un encarecimiento del coste del capital. Hay, por tanto, pocas probabilidades de mejora de este componente del gasto en el más corto plazo, aunque el saneamiento de la economía y la previsible reducción de la incertidumbre a nivel internacional pueden jugar a su favor en el plazo de unos meses.

8. Consumo aparente de cemento (a)



Fuentes: OFICEMEN y Banco de España.

(a) Tasas de variación interanual, no centradas, calculadas sobre la tendencia del indicador.

Hay pocas novedades sobre la evolución *del gasto en construcción*, en relación con lo comentado en boletines anteriores. Sólo se dispone de datos de viviendas iniciadas para el primer trimestre, período en el que descendieron un 7,5 %, en relación con los tres primeros meses de 1991. La licitación oficial, en el conjunto de los ocho primeros meses, fue un 41,5 % inferior a la del mismo período del año anterior. Estos descensos y los registrados por ambos indicadores en 1991 (-14,8 % y -27,8 %, respectivamente) explican el retroceso continuado de la inversión en construcción, que se refleja también en la caída del consumo de cemento: un 7,5 % acumulado en los siete primeros meses de 1992.

Aunque las iniciaciones de vivienda se recuperen a medida que vaya entrando en vigencia el plan de vivienda 1992-1995, y aunque la licitación oficial muestre un mayor sostenimiento en los próximos meses, dado el retraso acumulado sobre el presupuesto, la inercia del gasto en construcción hará que su posible recuperación se retrase. En el caso de la inversión residencial, además, hay factores que hacen dudosa esa recuperación, a pesar, incluso, de los planes vigentes. Por un lado, es previsible que la construcción de edificios residenciales colectivos se esté debilitando en 1992, tras el esfuerzo realizado el año anterior en conexión con la Olimpiada y con la Exposición de Sevilla. Por otro lado, la demanda de viviendas unifamiliares se está viendo afectada por la desaceleración de la renta disponible de los hogares y por las escasas expectativas de revalorización de los inmuebles, en un contexto, además, de tipos de interés elevados; a ello se añade la barrera que el elevado precio del suelo supone para la promoción de viviendas subvencionadas, tramo en el que se concentra el plan de vivienda actual. En el caso de la inversión en obra civil, las perspectivas a medio plazo son más sostenidas por la intención de mantener la inversión pública en el 5 % del PIB. Por último, la inversión privada en construcción no residencial evoluciona muy negativamente, igual que la inversión en equipo, de acuerdo con la escasa información disponible.

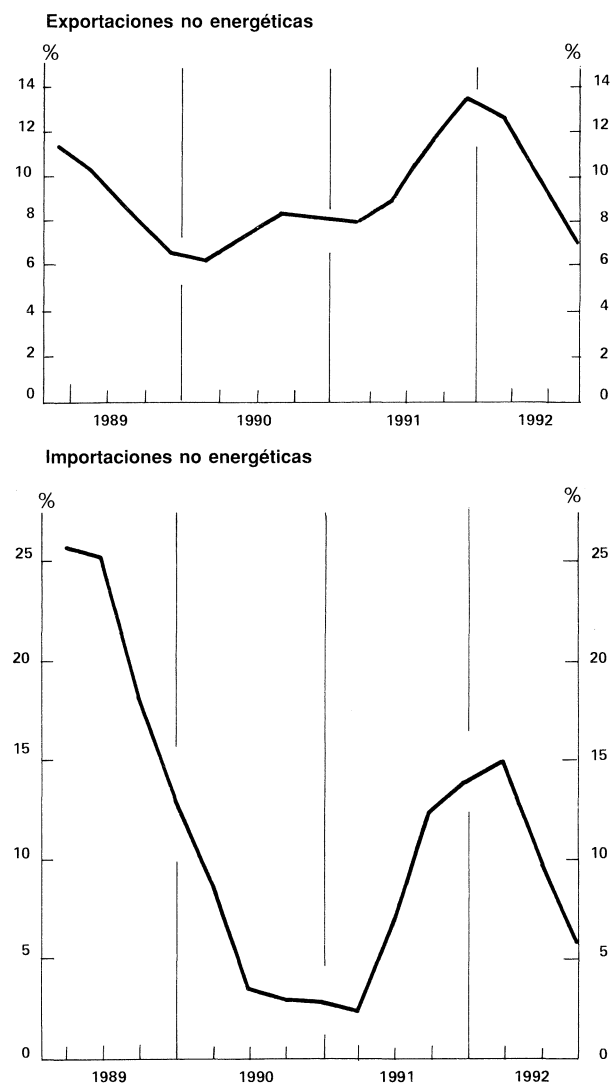
Según la encuesta de opiniones empresariales, las empresas industriales ajustaron gradualmente a la baja sus *existencias* de productos terminados a lo largo del segundo trimestre, aunque todavía se mantienen por encima de los niveles considerados normales en los sectores de bienes de consumo e intermedios. Por lo que se refiere a existencias de productos petrolíferos, se ha registrado una acumulación importante hasta el mes de abril, produciéndose un cierto retroceso en los meses posteriores.

La aportación de la *demand exterior* al crecimiento del PIB en los tres primeros trimestres del año fue negativa, aunque la pérdida de dinamismo de las importaciones de bienes y servicios en términos reales compensó, en parte, el efecto del menor crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios. En el ter-

cer trimestre, tanto las exportaciones como las importaciones registraron tasas de variación interanuales muy por debajo de las registradas el año anterior, como consecuencia de la desaceleración experimentada en sus tasas intertrimestrales desde el cuarto trimestre de 1991. Este proceso de desaceleración es el resultado de la continuada debilidad de la economía internacional y de la demanda final.

Se estima que, en el tercer trimestre del año, las exportaciones de bienes en términos reales mantuvieron el menor ritmo de crecimiento intertrimestral alcanzado en el segundo trimestre, tras la desaceleración registrada desde finales de 1991. Esta evolución fue resultado de las dificultades de recuperación económica de los países industrializados y el consiguiente estrechamiento de los mercados exteriores. Por otra parte, la competitividad de nuestras exportacio-

9. Comercio exterior de bienes (a)



Fuentes: Dirección General de Aduanas y Banco de España.
(a) Tasas de variación interanual, sin centrar, calculadas sobre la tendencia de la serie nominal correspondiente.

nes ha permanecido prácticamente invariante en el período transcurrido de 1992, dado el comportamiento moderado de los precios de exportación, acorde con el de los precios de exportación de los países competidores.

Según la información del comercio exterior, desagregada por áreas geográficas, que proporciona la Dirección General de Aduanas, correspondiente a los nueve primeros meses del año, las exportaciones dirigidas a la OCDE y la CE aumentaron un 6 % y un 5,9 %, respectivamente, en términos nominales, con respecto al mismo período del año anterior. En el caso de la CE, este resultado fue consecuencia del estancamiento de las ventas a Italia, y de la desaceleración de las dirigidas a Alemania, que sólo crecieron un 4,5 %, en el período enero-septiembre. No obstante, las exportaciones de bienes destinadas a Francia y a los países pequeños de la CE tuvieron un comportamiento más expansivo. Por productos, los mayores crecimientos en las ventas dirigidas al área comunitaria correspondieron a los bienes de consumo y, en particular, a los alimentos, mientras que las exportaciones de bienes de equipo y de bienes intermedios registraron un comportamiento muy moderado. Fuera del área comunitaria, destaca el bajo crecimiento de las ventas dirigidas a Estados Unidos, y la caída de las dirigidas a Japón y Canadá, así como el dinamismo de las exportaciones al resto de la OCDE. Por último, el fuerte incremento de las ventas a América Latina, que alcanzó tasas nominales próximas al 50 % en el período enero-septiembre, contrasta con el descenso de las exportaciones dirigidas a los países del antiguo Comecon y a los de reciente industrialización.

Las importaciones no energéticas redujeron notablemente sus tasas de crecimiento interanual en los dos trimestres centrales del año, con respecto al primero, intensificando, en términos de tasas intertrimestrales, la desaceleración iniciada a finales de 1991. La caída del ritmo de crecimiento de la demanda final explica este menor crecimiento de las importaciones de bienes no energéticos, aunque el ligero ajuste a la baja de las compras de bienes de consumo resulta claramente insuficiente. Por otra parte, el reciente realineamiento de la peseta frente a las restantes monedas que permanecen en el SME ha supuesto un freno al deterioro que venía registrando la competitividad de los productos españoles frente a las importaciones. No obstante, este efecto se percibirá de forma más acusada en el cuarto trimestre del año.

Según los datos desagregados correspondientes a los nueve primeros meses del año, las importaciones de bienes de consumo mostraron una gran fortaleza en este período, aunque el crecimiento interanual de las compras de estos bienes en el tercer trimestre fue menor que en trimestres anteriores, lo que puede indicar el inicio de una desaceleración coherente con la evolución de la demanda de consumo. Las compras de bienes de consumo alimenticio crecieron un

17,7 % en el período enero-septiembre, muy por debajo de las de consumo no alimenticio, que aumentaron un 31,3 %. Dentro de éstas, las compras de automóviles se elevaron un 57 % en relación con el mismo período del año anterior. Las importaciones de bienes de capital cayeron un 3,3 % en pesetas corrientes en el período enero-septiembre, como resultado de los retrocesos en las adquisiciones de maquinaria y material de transporte (-3,2 % y -12,2 %, respectivamente). Un análisis pormenorizado de los componentes de las importaciones de bienes de capital permite destacar la considerable reducción en las compras de maquinaria para la construcción y de material de transporte aéreo. Por último, las compras de bienes intermedios no energéticos crecieron un 6 %, en términos nominales, en el período enero-septiembre. No obstante, su tasa de variación real es notablemente más elevada, debido al importante descenso del precio de estos bienes en este período.

Con respecto al comercio energético, tanto las importaciones como las exportaciones —éstas de forma más intensa— experimentaron descensos interanuales, en términos nominales, en los nueve primeros meses del año. En términos reales, las importaciones netas experimentaron un aumento del 18,6 % en ese mismo período, debido, por una parte, al descenso de la exportación de productos derivados del petróleo, y, por otra, al aumento de las compras de crudo, favoreciendo, por lo tanto, la acumulación de existencias.

Dentro del comercio de servicios, los ingresos por turismo alcanzaron un incremento nominal acumulado del 8,6 % en el período enero-septiembre, aunque los resultados obtenidos en los meses de verano fueron muy inferiores a los previstos. Sin embargo, es necesario esperar a la publicación de los datos definitivos de la balanza de pagos en dicho período, que incorporarán correcciones derivadas de pequeñas transacciones, en relación con la información facilitada en los datos de avance. Cabe señalar, no obstante, que los indicadores reales del turismo mostraron también un comportamiento más deprimido en los meses más recientes, con un aumento del 3,6 % en el número de extranjeros entrados en España entre enero y agosto, frente al 9,1 % registrado en el primer semestre, y un incremento del 0,9 % de las pernoctaciones de extranjeros en el período enero-julio. Por otra parte, los pagos por turismo mostraron un comportamiento menos expansivo en el tercer trimestre del año, que situó en el 8,4 % la tasa de crecimiento nominal acumulada en los nueve primeros meses del año.

Por último, los pagos provisionales por otros servicios experimentaron un notable crecimiento nominal en los nueve primeros meses del año, como resultado del incremento de los pagos por asistencia técnica y royalties.

Durante los próximos meses, cabe esperar una menor contribución negativa del saldo neto exterior al

crecimiento del PIB, en términos reales, como resultado de la devaluación de la peseta que tuvo lugar en septiembre, aunque parte de la potencial ganancia de competitividad que ello significa sea absorbida por incrementos de precios. También la incipiente desaceleración de las compras exteriores de bienes de consumo favorecerá la corrección del desequilibrio exterior. Ambos factores deberán compensar la debilidad que aún registra la economía internacional, con adversas consecuencias para las exportaciones de bienes y para los ingresos por turismo.

4. PRODUCTO, EMPLEO, COSTES Y PRECIOS

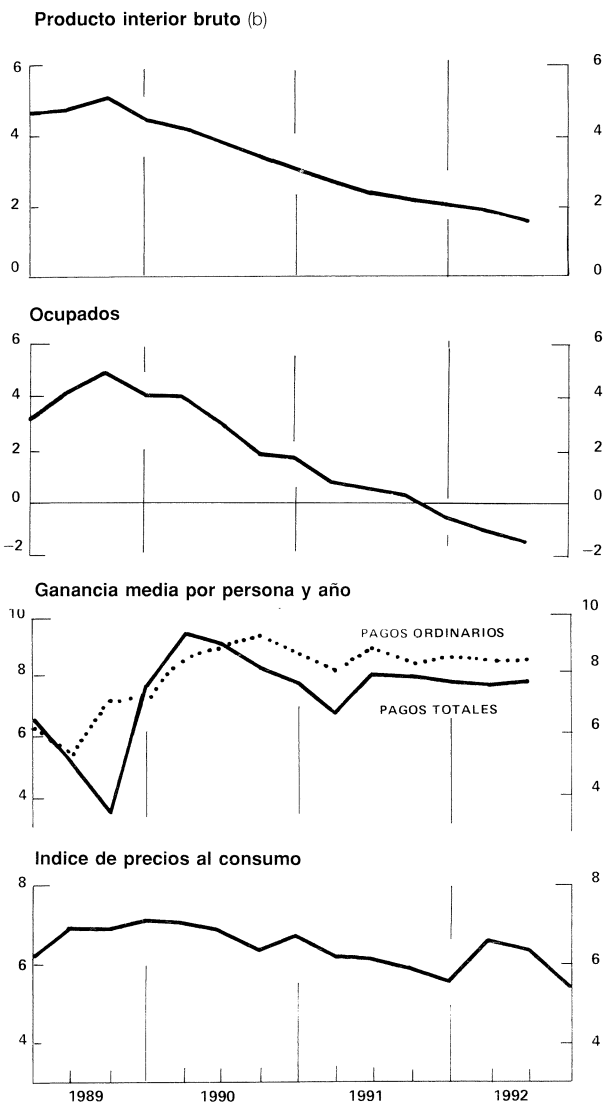
Como consecuencia de la desaceleración de la demanda final, el producto interior bruto real ha avanzado a ritmos cada vez más moderados en los últimos trimestres, estimándose, para el tercer trimestre de 1992, una tasa de variación interanual ligeramente inferior al 1 %. La actividad en todos los sectores productivos ha seguido una trayectoria similar, incluida la industria, que en los primeros meses de este año experimentó una recuperación, que no se ha mantenido posteriormente. Cabe destacar el retroceso de la actividad constructora y la acentuada debilidad de algunas ramas de los servicios.

Como ya ocurriera en 1991, la corrección a la baja del empleo en el período analizado ha sido más profunda que la de la producción, obteniéndose ganancias aparentes de productividad, que se extienden ya a todo el sector privado no agrario, similares a las que caracterizaron otras fases cíclicas descendentes en la economía española. La escasa moderación de los costes unitarios conseguida por esta vía y una cierta compresión de márgenes empresariales han permitido que las subidas de los precios, aunque elevadas, no lo hayan sido tanto como cabía esperar de los aumentos en la imposición indirecta que han tenido lugar en 1992.

La información disponible sobre el sector primario muestra la debilidad de su producción final, sobre todo como consecuencia de la caída registrada en la cosecha de cereales (30 %) y en las capturas de pesca (10 %); la producción de frutas, por el contrario, alcanzó un incremento extraordinario.

A pesar de que la evolución de la actividad industrial en el conjunto del primer semestre de 1992 fue mejor que la experimentada durante los dos últimos años, en los que se dieron sucesivas caídas en el crecimiento de la producción, el comportamiento mostrado por el índice de producción industrial reflejó un fuerte retroceso en su tasa de crecimiento a partir del mes de abril, respecto al primer trimestre del año. En efecto, la variación acumulada entre los meses de enero y agosto, respecto al mismo período del año anterior, ha sido del -0,4 %, en contraste con el incremento interanual registrado en el primer trimestre,

10. Crecimiento real, ocupados, salarios y precios (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.
 (a) Tasas de variación interanual, sin centrar.
 (b) Las tasas representadas son estimación del Banco de España hasta el cuarto trimestre de 1990 y del Instituto Nacional de Estadística a partir del primer trimestre de 1991.

el 3,2 %. El consumo de energía eléctrica ha mostrado un perfil similar al del índice general de producción industrial, con un crecimiento elevado durante el primer trimestre, que se redujo sustancialmente a lo largo del segundo. Asimismo, el indicador de clima industrial mostró, a lo largo de esta primera parte del año, un proceso de debilitamiento de la actividad, que se acerca, paulatinamente, a los niveles más bajos de 1991. La información proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), correspondiente al primer semestre de 1992, refleja un aumento del 8,2 % en la cifra neta de negocios para el conjunto de la industria manufacturera, respecto al mismo período del año anterior, frente al descenso del 5,6 % experimentado en el primer semestre del

año pasado. Se confirma, así, un cierto freno al deterioro del sector industrial en la primera mitad del presente año, aunque los márgenes de las empresas industriales hayan seguido empeorando.

Los resultados de la encuesta de opiniones empresariales del mes de junio reflejaban una ligera mejora de las expectativas de los empresarios sobre la evolución a corto plazo de la actividad industrial, respaldada tanto por el nivel de la cartera de pedidos como por el de la producción. Por otro lado, la utilización de la capacidad productiva registró, durante el segundo trimestre de 1992, un incremento de 2,2 puntos porcentuales en la serie original y de 0,9 en la desestacionalizada, lo que representa un cambio en el perfil decreciente de la serie en los últimos trimestres. No obstante, las nuevas caídas de la producción en julio y agosto y el deterioro de las encuestas de opinión en esos meses obligan a matizar los indicios de optimismo que ofrecían estos indicadores.

En el análisis por componentes de la producción industrial, según el destino económico de los bienes, destaca la debilidad de la producción de bienes de equipo, que sufrió un fuerte retroceso durante el segundo trimestre, alcanzando un descenso acumulado del 2,4 % en los ocho primeros meses del año, a pesar de su ligera recuperación en el verano. Este resultado está en consonancia con la información proporcionada por la encuesta de opiniones empresariales para esta industria, pues, pese a tener un nivel de existencias de productos terminados considerado insuficiente, su nivel de cartera de pedidos es muy negativo y las previsiones sobre producción se orientan claramente a la baja.

Por ramas de actividad, en el período enero-agosto se ha mantenido el crecimiento positivo de la producción energética y de la transformación de metales, en particular, de la fabricación de vehículos automóviles, así como el de la producción de papel y caucho, mientras que la industria extractiva y el resto de ramas manufactureras registraron una evolución negativa. En cualquier caso, el nivel de actividad, en la mayoría de las ramas, descendió en el segundo trimestre respecto al precedente.

Los indicadores que hacen referencia a la actividad en el sector de la construcción han mantenido una tendencia decreciente a lo largo de la primera parte de 1992. Ya se ha comentado el retroceso del consumo de cemento en los siete primeros meses, acorde con el descenso del empleo en el sector: -4,3 % en el primer semestre, en relación con el mismo período de 1991. Las encuestas de opiniones empresariales referidas a este sector han mostrado un fuerte deterioro de los niveles de contratación y de producción hasta agosto; las expectativas sobre el nivel de producción siguen mostrando una tendencia a la baja del ritmo de actividad. Las previsiones sobre contratación, muy negativas hasta mayo, se recuperaron en junio, aunque han vuelto a caer en meses posteriores.

raron en junio, aunque han vuelto a caer en meses posteriores.

La actividad en los servicios destinados a la venta todavía mantiene tasas de variación positivas, aunque muestra un perfil de crecimiento que se ha desacelerado, paulatinamente, desde la segunda mitad de 1991, como consecuencia de la creciente pérdida de dinamismo de la demanda interna y de la resistencia a la moderación salarial en el sector. De la información disponible se desprende que, durante el segundo y tercer trimestres del año, las ramas de actividad ligadas al comercio continuaron su proceso de desaceleración, mientras que el deterioro de los indicadores de actividad turística durante el verano apunta hacia un debilitamiento de la rama de hostelería en los últimos meses. La actividad en otras ramas de los servicios, como el transporte, muestra una mayor firmeza.

Finalmente, el valor añadido bruto, en términos reales, correspondiente a la rama de servicios no destinados a la venta, registró, en los trimestres centrales del año, una tasa de crecimiento inferior a la experimentada durante el primer trimestre, en un contexto de ligera desaceleración.

Los datos de la Encuesta de Población Activa del segundo trimestre de 1992 reflejaron una acentuación de la caída del empleo, en línea con la evolución de la producción, que tendió a concentrarse en el componente asalariado del sector privado, con un descenso del 3,5 % en términos de tasas interanuales, frente a un retroceso del 1,3 % para el total de los ocupados. El crecimiento interanual de los no asalariados (2,4 %) y de los asalariados de las Administraciones Públicas (1,3 %) suavizó la caída del empleo total. Aunque el empleo fijo siguió absorbiendo la totalidad del descenso en el número de ocupados (-4,5 %), su ritmo de reducción parece haber tocado fondo (1). Por el contrario, el empleo temporal, aun manteniendo crecimientos interanuales positivos (2,9 %), intensificó su ritmo de desaceleración. De esta forma, la *ratio* de temporalidad, que ha ido aumentando desde que se inició el proceso de destrucción de puestos de trabajo, ha tendido a estabilizarse durante los dos primeros trimestres de 1992.

El ritmo de caída del empleo agrícola se estabilizó en el segundo trimestre de 1992, aunque sigue siendo muy elevado: un 8,6 % en términos de tasas interanuales. No obstante, el cambio de composición a favor del empleo no asalariado que se ha producido en el primer semestre de este año indica que la estabilización en la tasa de descenso del empleo agrícola es el resultado de un menor trasvase de mano de obra

(1) Este extremo hay que tomarlo con cautela, toda vez que los datos de asalariados del primer trimestre presentan problemas como consecuencia de un error en la asignación del empleo entre asalariados y no asalariados, que afecta también al empleo fijo. Aunque se ha tratado de corregir el error, persiste la incertidumbre sobre su magnitud real.

no asalariada hacia otros sectores —básicamente, la construcción—, como consecuencia de la debilidad cíclica que sufre la economía y de un posible aumento del subempleo. Las pérdidas de empleo asalariado y el aumento del paro apuntan hacia un continuado deterioro del ritmo de actividad en el sector.

Tras el retroceso experimentado a principios de 1991, el empleo industrial sigue sin mostrar síntomas de recuperación. El menor ritmo de caída en el segundo trimestre de 1992 (-1,2 %) fue el resultado de un aumento del empleo no asalariado, mientras que el asalariado continuó disminuyendo a tasas similares a las de los trimestres precedentes (-3,3 %). La caída del empleo asalariado en la industria siguió estando impulsada por el componente fijo (-5,6 %), aunque el empleo temporal está creciendo cada vez menos (2,9 %), de tal forma que la *ratio* de temporalidad, aunque sigue aumentando, lo hace a un ritmo cada vez más lento. Por ramas de actividad, es la de manufacturas la que explica el comportamiento del agregado, con fuertes caídas del empleo fijo (-8,5 %) y crecimientos moderados del empleo temporal (2 %). Por el contrario, en la rama del metal, el empleo ha aumentado desde principios del año, tras experimentar un fuerte ajuste en 1991. El crecimiento del empleo en esta rama se concentró íntegramente en el componente temporal, mientras que el empleo fijo experimentó una importante moderación en su ritmo de caída.

El empleo en la construcción disminuyó un 4,7 %, en términos de tasas interanuales, en el segundo trimestre, en línea con lo sucedido en los tres primeros meses del año. La caída se concentró en el componente asalariado (-7,1 %), registrándose descensos tanto del empleo fijo (-14,4 %) como del empleo temporal (-1,4 %). Pese a ello, dada la intensidad del ajuste del empleo fijo, la *ratio* de temporalidad siguió aumentando. Por último, en los servicios destinados a la venta continuó el intenso proceso de desaceleración del empleo, que registró un crecimiento prácticamente nulo en el segundo trimestre, iniciándose una caída en el componente asalariado. En cuanto a ramas de actividad, las mayores pérdidas de empleo asalariado se concentraron en el comercio, que viene registrando un descenso de puestos de trabajo fijos desde el cuarto trimestre de 1991.

La acentuación en la caída del empleo a lo largo del primer semestre del año se tradujo en un aumento del paro, en parte compensado por el comportamiento procíclico de la tasa de actividad. El descenso de la tasa de actividad recogido en la Encuesta de Población Activa se localizó en el colectivo de los hombres mayores de 20 años, y viene explicado por un aumento de la tasa de escolarización —para el grupo de edades entre 20 y 30 años— y por un efecto de desánimo en el grupo de edades más avanzadas, que acaso se ha visto intensificado por la posibilidad de acceder al subsidio de desempleo hasta alcanzar la edad de jubilación, lo que supone, de hecho, una si-

tuación de inactividad que queda así recogida en la encuesta. En el grupo central de edades, que tradicionalmente muestra una elevada estabilidad, la caída en la tasa de actividad masculina puede responder a un aumento de la actividad en la economía sumergida. En el caso de los jóvenes entre 16 y 20 años y en el de las mujeres, se ha producido un aumento de la tasa de actividad que está estrechamente relacionado con la evolución del empleo, siendo estos colectivos, caracterizados por percibir los salarios más bajos, los únicos en que se han registrado aumentos netos del empleo, fenómeno este que ya se produjo en la anterior fase de contracción del empleo en la economía española.

El crecimiento del desempleo que se desprende de los datos de la Encuesta de Población Activa contrasta con la información del paro registrado, que muestra una aceleración en su ritmo de absorción desde el mes de mayo. El número de desempleados inscritos en las oficinas de empleo descendió en 134.000 personas hasta el mes de septiembre, en tanto que los datos de la Encuesta de Población Activa reflejaron un aumento de 120.000 personas durante el primer semestre. La ampliación de las divergencias entre ambas fuentes de información a partir de mayo es el resultado, en parte, de las nuevas normas introducidas, tendentes a fomentar una búsqueda más activa del empleo y a instrumentar un mayor control sobre los perceptores de las prestaciones por desempleo. De esta forma, aunque las cifras de paro registrado puedan ser más adecuadas a la hora de determinar el nivel de desempleo real existente en la economía española, la ruptura que la entrada en vigor del Real Decreto-Ley 1/1992 ha supuesto sobre dicha serie de datos hace que no sea la fuente más adecuada para evaluar, en el momento actual, la evolución del desempleo.

Pese al empeoramiento de las condiciones del mercado de trabajo, las alzas de salarios han seguido mostrando una gran estabilidad en torno a tasas muy elevadas. El crecimiento de los salarios pactados en convenios colectivos hasta el mes de septiembre se situó en el 7,2 %, casi un punto porcentual por debajo del registrado en 1991, abarcando al 75 % de los trabajadores sometidos a convenio. Sin embargo, la amplia generalización de las cláusulas de revisión salarial en los convenios del presente año, en un momento en que su entrada en vigor está garantizada, debido al impacto inflacionista de los aumentos del IVA y de la depreciación de la peseta, inducirá un aumento de los salarios pactados, superior al registrado en 1991, una vez que las cláusulas se incorporen a la estadística de negociación colectiva. Otro factor que dificulta la moderación salarial es el mayor efecto de los deslizamientos salariales, derivado del menor avance del empleo temporal y del consiguiente estancamiento de la *ratio* de temporalidad. La información existente hasta el momento sitúa la deriva salarial en torno al punto y

medio porcentual. Por último, el encarecimiento de las cotizaciones sociales en el presente año, por el traspaso a las empresas de parte de la financiación de las prestaciones por incapacidad laboral transitoria y por la eliminación de determinadas bonificaciones a las cotizaciones empresariales, también ha tenido un impacto alcista sobre el coste laboral.

La última información recibida sobre ganancias, procedente de la Encuesta de Salarios, se refiere al segundo trimestre y muestra un incremento interanual del 7,8 % de las ganancias por persona y mes en el concepto de pagos totales, y del 8,5 % en pagos ordinarios, en ese período. Aunque estos crecimientos son similares a los registrados en 1991, en los sectores se aprecian cambios respecto a las pautas de comportamiento prevalecientes en años anteriores, cuando las ganancias en la construcción, seguidas de la industria, mostraban un mayor dinamismo que en los servicios. El sector de la construcción, que desde el último trimestre del año pasado viene registrando una desaceleración de las ganancias relativamente intensa, ha pasado a ser el sector con crecimientos más moderados (7,8 % en el concepto de pagos ordinarios), mientras que la industria y los servicios mantienen crecimientos similares (8,5 % y 8,6 %, respectivamente), fruto de una desaceleración de las ganancias en la industria y una aceleración en los servicios. Las diferencias salariales por sectores se explican, casi totalmente, por la distinta influencia de los deslizamientos derivados de la evolución de las *ratios* de temporalidad. Según los datos de convenios colectivos, el sector de la construcción sigue manteniendo los crecimientos más elevados de las tarifas salariales (8 %), de forma que la deriva salarial en dicho sector ha pasado a ser negativa, lo que resulta coherente con el aumento continuado en su *ratio* de temporalidad. En la industria y en los servicios, con incrementos salariales pactados del 7 %, la deriva es claramente positiva. El aumento de la deriva en los servicios está asociado, a su vez, a la moderación de la *ratio* de temporalidad.

Las presiones salariales originadas en el núcleo fijo del mercado de trabajo se han puesto de manifiesto a medida que se ha intensificado el proceso de destrucción de empleo y se ha detenido el crecimiento del porcentaje de trabajadores temporales. Aunque, en un primer momento, la destrucción de empleo afectó básicamente a los trabajadores fijos, conforme se ha ido deteriorando la situación del mercado de trabajo las caídas del empleo han tendido a afectar en mayor medida a los trabajadores temporales. De esta forma, la deriva salarial, que permitió moderar el crecimiento de los salarios agregados durante la fase de expansión, tiende ahora a actuar en sentido contrario, dificultando el proceso de desaceleración de los salarios, que se ve también entorpecido por la amplia generalización de las cláusulas de revisión salarial tendentes a garantizar aumentos del poder adquisitivo.

La ausencia de moderación salarial y el aumento de las cotizaciones sociales se traducen en una elevación excesiva de los costes laborales nominales con repercusiones negativas sobre el nivel de rentabilidad y competitividad de las empresas. Estas recurren a ajustes del empleo para lograr ganancias aparentes de productividad y reducir de esta forma los costes laborales unitarios. Aunque estos ajustes se iniciaron en el sector industrial, están trasladándose al resto del sector privado de la economía. A pesar de ello, el crecimiento de los costes unitarios del trabajo apenas se ha reducido en relación con 1991. Si a ello se añaden las subidas de impuestos indirectos, en un contexto de debilidad de la demanda, el resultado es una traslación sólo parcial de las tensiones de costes a los precios y una compresión de los márgenes empresariales. La evolución de los distintos indicadores de precios es coherente con esta interpretación.

En los primeros nueve meses de 1992, el índice de precios de consumo (IPC) acumuló una subida del 4,9 % sobre diciembre de 1991, ligeramente por en-

3. Índice de precios de consumo Tasas de variación

	General (100 %)	Alimentos sin elaborar (15,46 %)	Alimentos elaborados (17,56 %)	Industriales no energéticos (25,74 %)	Energía (7 %)	Servicios (34,24 %)	Servicios y bienes elaborados no energéticos (77,54 %)
1988 Ø	4,8	3,8	3,6	4,9	-0,6	6,8	5,4
1989 Ø	6,8	6,7	8,6	4,0	2,6	8,7	7,1
1990 Ø	6,7	7,2	5,8	4,3	8,2	8,5	6,5
1991 Ø	5,9	3,4	3,6	5,0	7,6	8,8	6,4
1992 Ø (a)	6,2	3,1	6,0	4,4	5,8	8,8	6,8
DIC88/DIC87	5,8	7,0	5,9	4,4	-1,8	7,5	6,1
DIC89/DIC88	6,9	6,3	8,6	3,7	6,2	8,7	7,1
DIC90/DIC89	6,5	7,2	3,7	4,8	11,3	8,4	6,1
DIC91/DIC90	5,5	2,0	4,4	4,8	1,6	8,8	6,5
SEP91/DIC90	4,7	4,7	2,9	3,4	2,2	6,8	4,8
SEP92/DIC91	4,9	1,4	4,7	3,1	7,2	7,4	5,5

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Media enero-septiembre de un año sobre mismo período del anterior.

cima de la tasa que se registró un año antes (4,7 %). La evolución del IPC en el presente año ha estado afectada por diversos cambios impositivos, estimándose la repercusión de las modificaciones de los impuestos especiales y del IVA, que han tenido lugar a lo largo de 1992, en algo más de un punto porcentual sobre el índice general. Por otro lado, el IPC se ha visto beneficiado por el comportamiento favorable de los precios de los alimentos sin elaborar, que, hasta septiembre de 1992, sólo habían acumulado un incremento del 1,4 %, cuando para el mismo período de 1991 la tasa se situaba en el 4,7 %. Este componente ha actuado como moderador en el índice general a lo largo de todo el año, aunque su efecto se ha hecho más palpable en el último trimestre, gracias a las condiciones climatológicas, que han propiciado cosechas excelentes en julio y agosto de los productos estacionales (frutas y hortalizas frescas) y de patata de media estación.

Por su parte, el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) registró en septiembre una tasa de crecimiento acumulado, sobre diciembre, del 5,5 %, siete décimas por encima de la contabilizada un año antes. Si se descuenta la repercusión de los cambios impositivos de enero y agosto, que se cuantifica entre siete y ocho décimas porcentuales, la subida acumulada en los nueve primeros meses de este año estaría ligeramente por debajo de la observada en 1991. De las casi ocho décimas atribuibles al cambio impositivo, cerca de cinco corresponden a la variación de los impuestos indirectos de agosto, siendo muy desigual la repercusión que han sufrido los distintos componentes que forman el IPSEBENE.

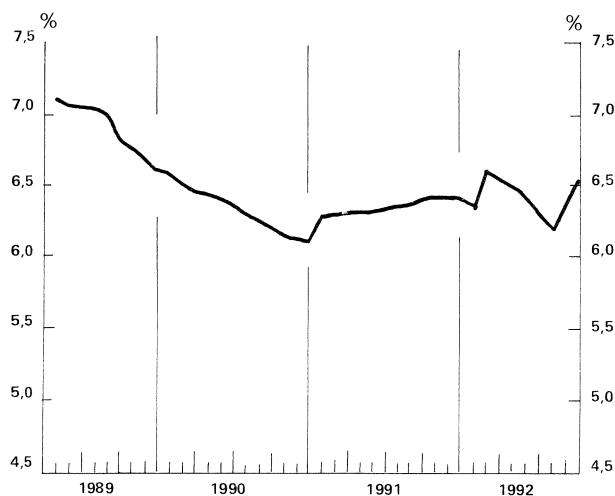
Como sucedió en enero, el índice de precios de los alimentos elaborados ha registrado en agosto el impacto más acusado de la subida impositiva (alrededor de medio punto porcentual). Este hecho explica que el aumento acumulado de este índice en los tres primeros trimestres de 1992 (4,7 %) se sitúe por encima del registrado durante todo el año anterior. No obstante, si se hace abstracción de las repercusiones impositivas, se observa que en el tercer trimestre se ha consolidado la desaceleración del ritmo de crecimiento de este componente, iniciada el trimestre anterior.

El índice de precios de los bienes industriales no energéticos ha sido, con diferencia, el que está evolucionando de forma más favorable a lo largo de 1992. De hecho, a pesar de las modificaciones impositivas, este índice llevaba acumulada hasta septiembre una subida del 3,1 %, con una rebaja de tres décimas respecto a un año antes. Este componente no ha reflejado el impacto completo del aumento en el mes de agosto del tipo medio del IVA en dos puntos porcentuales, aunque también cabe la posibilidad de que, en algunos establecimientos, dicho incremento se transmita a los precios en octubre, haciéndolo coincidir con el fin del período de rebajas, que se prolonga en algunos comercios hasta septiembre, y con la renovación de los productos para la temporada de otoño. Por el contrario, se estima que, en el caso de los servicios, el aumento impositivo de agosto se ha transmitido a los precios finales prácticamente en su integridad, cuantificándose su efecto entre cuatro y cinco décimas. Esto explica, en parte, que la tasa acumulada hasta septiembre (7,4 %) se encuentre seis décimas por encima de la observada en el mismo período de 1991.

Por último, el índice energético ha experimentado un incremento del 7,2 % hasta septiembre, lo que representa una evolución muy desfavorable de estos precios, que se pone de manifiesto al comparar esta cifra con el crecimiento acumulado en los primeros nueve meses de 1991 (2,2 %). La explicación de este comportamiento tan dispar viene dada, en gran parte, por las medidas fiscales adoptadas el presente año. De hecho, el aumento de precios registrado en el mes de agosto fue sensiblemente inferior al que cabía esperar tras la subida de impuestos, debido al alivio que significó la caída de los precios energéticos internacionales en el verano.

En el marco de las comparaciones internacionales —para lo cual sólo se tiene información hasta agosto—, el IPC español presenta una tasa de inflación del 6 %, calculada por la media del período que abarca desde septiembre de 1991 a agosto de 1992 sobre los doce meses anteriores, lo que la sitúa casi tres puntos y medio por encima de la registrada por los tres países menos inflacionistas de la CE: Dinamarca, Bélgica y Francia. Esta cifra representa una divergencia respecto al límite máximo establecido en el Tratado de Maastricht de unos dos puntos porcentuales, y, aun descontando el impacto de los cambios impositivos,

11. Inflación subyacente (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Tasas de variación de la tendencia del índice de precios al consumo, excluyendo la energía y los alimentos no elaborados. Último dato observado: septiembre de 1992.

4. Precios al por mayor Tasas de variación

	Índice de precios industriales				Índice de precios percibidos por los agricultores
	General (100 %)	Bienes de consumo (35,8604 %)	Bienes de equipo (12,8222 %)	Bienes intermedios (51,3174 %)	
1988 Ø	3,0	3,3	4,7	2,2	2,6
1989 Ø	4,2	4,5	4,6	3,8	8,3
1990 Ø	2,2	3,1	4,1	0,9	1,0
1991 Ø	1,5	3,4	3,6	-0,6	-1,0
1992 Ø (a) (b)	1,3	3,3	2,4	-0,6	1,4
DIC88/DIC87	3,4	3,6	4,2	3,1	10,8
DIC89/DIC88	3,6	4,6	4,9	2,4	0,8
DIC90/DIC89	2,3	2,5	3,7	1,8	4,3
DIC91/DIC90	0,7	3,7	3,7	-2,5	-1,4
AGO91/DIC90 (c)	0,3	2,9	2,9	-2,5	-3,3
AGO92/DIC91 (c)	1,0	2,0	0,9	0,2	-8,6

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

(a) Media enero-agosto de un año sobre igual período del anterior.

(b) Para el índice de precios percibidos por los agricultores: enero-junio de un año sobre igual período del anterior.

(c) Para el índice de precios percibidos por los agricultores: junio de un año sobre diciembre del anterior.

sitivos, que desaparecerá, en todo caso, transcurrido un año, la inflación española sigue estando un 1 % por encima de dicho criterio de convergencia.

Los precios industriales registraron una inflación acumulada hasta agosto de 1992 (último dato disponible) del 1 %, que, a pesar de ser un crecimiento moderado, dista bastante del 0,3 % observado en el mismo período de 1991. No obstante, en los últimos meses parece haberse apreciado una ralentización en el crecimiento de estos precios. Por destinos económicos, se comprueba que la aceleración del índice general es debida a la evolución de los precios de los bienes intermedios, que, después de acusar reducciones durante un año, han empezado a registrar ligeros aumentos en 1992. Así, este componente creció un 0,2 % en los ocho primeros meses de este año, en contraposición al -2,5 % de un año antes. Los restantes componentes, aunque presentan tasas de crecimiento más elevadas, han mejorado su evolución en relación con 1991. En concreto, los precios de los bienes de consumo aumentaron un 2 % hasta mediados del tercer trimestre, y los de los bienes de equipo sólo un 0,9 %.

5. BALANZA DE PAGOS

La estimación provisional del déficit de la balanza por cuenta corriente (2) para los nueve primeros meses de 1992, realizada con datos de la Dirección General de Aduanas y del Registro de Caja para el período enero-septiembre, se situó en 1.731 mm, 546 mm más que en el mismo período del año anterior. Este notable deterioro se debe fundamentalmente al incre-

mento del déficit comercial y de rentas de inversión. El resto de las rúbricas de la balanza por cuenta corriente, excluido el turismo, presentó también una evolución adversa.

En el conjunto de los nueve primeros meses del año, el déficit comercial no energético registró un incremento de 279 mm, como consecuencia del desequilibrio entre la evolución de las importaciones, que registraron un crecimiento del 9,6 % en términos nominales, en relación con el mismo período del año anterior, y de las exportaciones, cuya tasa de variación se situó en un 7,9 % en el mismo período. No obstante, a pesar del comportamiento moderado de las exportaciones, en consonancia con la debilidad económica de los principales mercados a los que se dirigen los productos españoles, en el tercer trimestre de 1992 se ha observado cierta contención en el proceso de deterioro del saldo comercial, debido a una intensificación en la desaceleración de las importaciones, reflejo del menor crecimiento de las compras de bienes de consumo.

El déficit comercial energético, que se mantuvo estable en el primer semestre del año, en relación con igual período del año anterior, registró un incremento de 21 mm en el tercer trimestre de 1992, debido al aumento de las importaciones netas en toneladas y a la aceleración de los precios de las importaciones energéticas registrada en los últimos meses, tras los acusados descensos de los primeros meses del año. El precio medio del crudo importado se situó en 16,9 dólares barril en el período enero-septiembre, lo que supone un descenso del 6,4 % respecto al mismo período del año anterior. Este descenso es aún mayor si se expresa en pesetas, debido a la apreciación de la divisa española frente al dólar en ese mismo período.

En cuanto a las operaciones relacionadas con el turismo, durante el tercer trimestre del año los ingre-

(2) Los datos de la balanza por cuenta corriente se presentan según la metodología de la Cuenta del Resto del Mundo de Contabilidad Nacional. La capacidad o necesidad de financiación de la nación equivale al saldo de la balanza por cuenta corriente según la metodología del Fondo Monetario Internacional.

sos registraron un incremento muy inferior al previsto, de modo que, en los nueve primeros meses del año, su crecimiento acumulado se situó en el 8,6 %, respecto al mismo período del año anterior, según cifras provisionales del Registro de Caja (3). Los pagos por turismo presentaron también un comportamiento muy moderado durante los meses de verano. Las celebraciones de los Juegos Olímpicos y de la Exposición Universal parecen haber atraído, principalmente, turismo nacional, frenándose sustancialmente el ritmo de salidas de españoles al exterior.

En cuanto al déficit por rentas de inversión, se estima un incremento de 139 mm en los nueve primeros meses del año. La mejora que venía experimentando el saldo del sector privado se vio frenada en el tercer trimestre, debido al aumento en los pagos por rentas de inversión directa, frente al sustancial descenso registrado en el primer semestre del año. En cuanto al saldo de rentas públicas, cabe destacar una moderación en el progresivo deterioro registrado desde comienzos de 1992, como consecuencia de un menor crecimiento de los pagos por rendimientos de títulos públicos en manos de no residentes, que refleja el descenso de los flujos de inversión extranjera dirigida a la adquisición de valores públicos.

(3) Las cifras de ingresos por turismo, del Registro de Caja, correspondientes al tercer trimestre de 1992, son susceptibles de revisión, por lo que esta tasa debe interpretarse con cierta cautela.

Por último, en la balanza de transferencias cabe destacar el incremento en los pagos de impuestos a la CE, dentro de un contexto general bastante desfavorable.

El incremento en las necesidades de financiación exterior que reflejan las cifras del Registro de Caja, correspondientes al período enero-septiembre, ha ido acompañado de una desaceleración significativa en el ritmo de avance de las entradas netas de capitales procedentes del exterior. Esta desaceleración refleja, fundamentalmente, la sustancial reducción en los flujos de inversión extranjera dirigidos a la adquisición de valores admitidos a cotización —públicos y privados—, que no se ha visto compensada plenamente por la intensificación registrada en el recurso al crédito externo.

Este resultado para el conjunto del año supone la consolidación del cambio iniciado en 1991 en la composición de la estructura de la balanza de capitales española, y refleja, por una parte, la plena liberalización de la financiación crediticia exterior, desde el 1 de febrero de este año, y, por otra, la configuración de una situación económica menos favorable, a la que se ha unido, en los últimos meses, la incertidumbre generada por la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Debe señalarse, no obstante, el diferente desarrollo de los movimientos de capital con el exterior en los cinco primeros meses del año y en el

5. Cuenta del resto del mundo y financiación

Saldos, mm

	1991 (p)	1991					1992 (p)			
		I TR	II TR	III TR	IV TR	ENE-SEP	I TR	II TR	III TR	ENE-SEP
Bienes	-3.500	-770	-936	-912	-882	-2.618	-951	-1.009	-949	-2.909
Energéticos	-772	-200	-180	-178	-214	-558	-187	-184	-199	-570
No energéticos	-2.728	-570	-756	-734	-668	-2.060	-764	-825	-750	-2.339
Turismo	1.513	268	341	560	344	1.169	318	414	619	1.351
Otros servicios	269	33	92	83	61	208	-5	19	102	116
Operaciones de bienes y servicios	-1.718	-469	-503	-269	-477	-1.241	-638	-576	-227	-1.441
Rentas	-561	-88	-199	-162	-112	-449	-93	-267	-228	-588
Transferencias corrientes	341	101	41	99	100	241	81	73	77	231
Impuestos producción e importación	479	113	125	119	122	357	139	149	156	444
Subvenciones explotación e importación	456	111	94,9	101,3	148,5	307	95,3	79,1	100	274
Transferencias de capital	329	81	72	112	64	265	41	105	90	236
Saldo de operaciones no trimestralizadas	34	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Necesidad de financiación (a)	-1.598	-376	-619	-238	-398	-1.185	-652	-735	-344	-1.731
Financiación a largo plazo	3.480	1.109	784	723	864	2.616	644	665	311	1.620
Financiación a corto plazo	130	68	-115	190	-12	143	254	-42	-105	107
Otras operaciones del sistema crediticio (b)	-1.336	-584	-6	-529	-217	-1.119	-195	276	527	608
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-517	-150	-113	-128	-127	-391	-87	-43	-94	-224
Saldo de operaciones financieras (Registro de Caja)	1.757	443	550	256	508	1.249	616	856	639	2.111
Ajuste (c)	-159	-67	69	-18	-110	-64	36	-121	-295	-380

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Equivale al saldo de la balanza por cuenta corriente, según la terminología del Fondo Monetario Internacional. Las cifras correspondientes a 1991 y al primer y segundo trimestres de 1992 son las publicadas por el INE. El tercer trimestre de 1992 son estimaciones de carácter provisional realizadas por el Banco de España.

(b) Incluye variación de reservas centrales [(-): aumento].

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

6. Detalle de la balanza de capitales

	mm							
	1991	1991				1992		
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
BALANZA DE CAPITAL	1.757	443	550	256	508	616	856	639
Capital a largo plazo	3.480	1.109	784	723	864	644	665	311
Del exterior en España	3.966	1.221	912	801	1.032	819	775	405
Inversiones	3.016	1.187	560	511	758	537	321	-127
Títulos no cotizados	898	279	158	236	226	226	138	263
Títulos cotizados	1.933	873	349	231	480	309	154	-415
Otras	185	35	54	45	52	2	28	25
Créditos	950	35	352	290	274	283	454	532
De España en el exterior	-486	-112	-128	-78	-168	-176	-110	-93
Inversiones	-394	-86	-128	-58	-122	-151	-32	-67
Créditos	-92	-26	—	-20	-45	-25	-78	-26
Capital a corto plazo	130	68	-115	190	-12	254	-42	-105
Instituciones bancarias	149	-225	718	-322	-21	162	563	-1.061
Posición	-136	-268	377	-118	-127	210	-58	-943
Pasivos en pesetas de no residentes	68	46	259	-275	37	-260	207	-63
Depósitos en divisas	-83	-28	-29	-18	-8	-24	30	-110
Otros	300	25	111	89	77	236	384	55
Banco de España	-1.485	-359	-724	-207	-196	-357	-287	1.588
Del cual:								
Variación de reservas centrales netas	-1.472	-332	-728	-162	-250	-333	-316	1.605
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-517	-150	-113	-128	-127	-87	-43	-94

Fuente: Registro de Caja.

período posterior a la celebración del referéndum danés, el 2 de junio, sobre la ratificación de los acuerdos de Maastricht. El rechazo danés al Tratado de Maastricht y el aumento de la incertidumbre en torno al proceso de unión monetaria han ejercido un impacto muy negativo sobre la inversión extranjera en valores públicos y privados, que revela la importancia de los factores externos en la evolución reciente de la balanza de capitales española.

Los aspectos más destacables de la evolución de la balanza de capitales en los nueve primeros meses de 1992 pueden sintetizarse en los siguientes puntos.

En lo que se refiere a las entradas de capitales, cabe señalar, en primer lugar, el significativo aumento en

la financiación crediticia contratada en el exterior por el sector privado residente, una vez que las restricciones referidas al período de vencimiento de los préstamos exteriores y a la cuantía de los mismos quedaron definitivamente eliminadas (1.970 mm en el período enero-septiembre de 1992, frente a 811 mm en el mismo período del año anterior). Como se recoge en el cuadro 7, las vías de captación de crédito exterior por el sector privado residente que registraron una expansión más acelerada fueron los préstamos intermediados por la banca establecida en España y los contratados a corto plazo (de período de vencimiento inferior a un año).

Esto respondió, en el período enero-junio, a la existencia de un coste diferencial favorable al endeuda-

7. Evolución de los préstamos financieros contratados en el exterior por el sector privado

	mm								
	Préstamos directos		Préstamos intermediados		Total préstamos		Total préstamos		
	Largo plazo	Corto plazo	Largo plazo	Corto plazo	Directos	Intermediados	Largo plazo	Corto plazo	
1990	I TR	84	—	-31	-2	84	-33	53	-2
	II TR	-4	—	12	8	-4	20	8	8
	III TR	-16	4	9	—	-12	9	-7	4
	IV TR	52	—	-18	-8	52	-26	34	-8
1991	I TR	38	—	35	—	38	35	73	—
	II TR	215	—	12	—	215	12	227	—
	III TR	246	3	86	1	249	87	332	4
	IV TR	150	49	37	-4	199	33	187	45
1992	I TR	186	180	132	58	366	190	318	238
	II TR	274	129	201	106	403	307	475	235
	III TR	231	77	80	68	308	148	311	145

Fuente: Registro de Caja.

miento en determinadas divisas, tanto más importante cuanto menor era el período de vencimiento del préstamo contratado, en un contexto de expectativas de estabilidad a corto plazo del tipo de cambio. Posteriormente, durante los meses de agosto y septiembre, se ha observado una paralización en el ritmo de avance de la contratación de préstamos en divisas, como consecuencia de la drástica reducción de los incentivos para el endeudamiento exterior, dada la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo de la peseta.

En segundo lugar, cabe señalar la caída del flujo de inversiones extranjeras, a causa de la desaceleración registrada por las adquisiciones netas de valores públicos y privados por no residentes.

La compra de títulos públicos por parte de no residentes experimentó una reducción importante durante la parte transcurrida del año, totalizando una desinversión neta de 184 mm en el período enero-septiembre de 1992, frente a 1.107 mm en el mismo período del año anterior. El moderado aumento de los títulos de deuda pública en las carteras de los no residentes, en los primeros meses del año, puede ser atribuido al agotamiento del impulso que supuso la eliminación, en el mes de enero de 1991, de la fiscalidad que recaía sobre los rendimientos obtenidos de la tenencia de deuda pública por no residentes. Sin embargo, a partir del mes de julio, descendieron las adquisiciones netas de valores públicos por no residentes, con motivo de la mayor incertidumbre sobre las posibilidades de convergencia de las economías europeas y sobre la estabilidad de los tipos de cambio, cuestiones ambas que repercutieron en una caída de la rentabilidad esperada de los activos denominados en pesetas. Este proceso desinversor, que se vio agudizado a lo largo del mes de septiembre, ha experimentado una ralentización durante el mes de octubre. De acuerdo con las cifras de la Central de Anotaciones en Cuenta, el saldo de deuda a medio y largo plazo y de letras del Tesoro en manos de no residentes cayó en el mes de octubre en 270 mm, frente a la reducción en 371 mm registrada durante el mes de septiembre.

Por su parte, la inversión en valores emitidos por el sector privado residente pasó de representar un flujo de entradas de capitales de 1.151 mm, en el período enero-septiembre de 1991, a suponer un importe de 840 mm, en los nueve primeros meses de 1992. Esta disminución se acusó, fundamentalmente, en la adquisición neta de valores admitidos a cotización en bolsa y fue el resultado de un fuerte aumento de las desinversiones realizadas en el período, en un contexto de estrechamiento de los beneficios empresariales y de contracción económica, a lo que vino a añadirse, en los meses de julio y agosto, una caída apreciable en las compras en bolsa por parte de los inversores extranjeros, ante el clima bajista que dominó el mercado bursátil español, en una situación de

marcada inestabilidad de los mercados internacionales. Posteriormente, en el mes de septiembre, se ha observado una recuperación de este tipo de inversión, fruto de la generalización de un clima menos pesimista de solución a la crisis del SME.

Frente a este comportamiento, la inversión en valores no admitidos a cotización en bolsa —asimilable, en cierta medida, a inversión directa— registró, en los nueve primeros meses de 1992, un montante muy próximo al alcanzado en el mismo período de 1991 (627 mm en enero-septiembre de 1992, frente a 672 mm en el mismo período del año anterior). Esta evolución viene corroborada, además, por los datos del registro de verificaciones de la Dirección General de Transacciones Exteriores, que, hasta el mes de junio, da una cifra de 873 mm para las inversiones directas verificadas, frente a 917 mm en igual período del año anterior.

Respecto a la evolución de los pasivos netos del sistema bancario frente al exterior, los movimientos de capital con el exterior de bancos y cajas dan un saldo de salidas de capital, en el período enero-septiembre de 1992, de 336 mm, frente a unas entradas de 170 mm en igual período del año anterior. Este resultado global oculta, sin embargo, un comportamiento muy diferente de las distintas rúbricas. Así, mientras a lo largo del año se produjo un fuerte crecimiento de la financiación crediticia intermediada, la variación en la posición de tesorería de la banca supuso una salida neta de capitales de 791 mm (9 mm en igual período del año anterior). La toma de posiciones acreedoras en moneda extranjera por parte de las entidades, desde el mes de julio, fue reflejo inmediato y directo de las presiones depreciadoras soportadas por el tipo de cambio de la peseta desde entonces. En el mes de septiembre, la asunción de posiciones largas en divisas por parte de la banca continuó aumentando a buen ritmo, especialmente a partir de la devaluación de la peseta, el día 17. Posteriormente, tras la circular 16/1992 del Banco de España, modificada por la circular 17/1992, la posición de tesorería de las entidades apenas ha experimentado variaciones.

Asimismo, se produjeron una reducción de 117 mm en el saldo de las cuentas mantenidas por no residentes en bancos españoles, a lo largo de los nueve primeros meses del año (frente a un aumento de 30 mm en igual período del año anterior), y un aumento importante de las cuentas en divisas mantenidas por residentes en bancos residentes, y, por consiguiente, una salida de capitales por este concepto, que totalizó, en el período enero-septiembre de 1992, 104 mm, frente a 75 mm en igual período del año anterior.

En cuanto a las salidas de capitales, el aspecto más destacable ha sido el aumento registrado, en los últimos meses, en las salidas de capital privado a cor-

to plazo (474 mm en el período enero-septiembre de 1992, frente a unas entradas de 55 mm en igual período del año anterior), como consecuencia de la fuerte expansión de las cuentas bancarias mantenidas por residentes en bancos en el exterior.

Por el contrario, el resto de las salidas de capitales mantuvo la tónica moderada de los últimos años. Las inversiones españolas en el exterior supusieron 250 mm (271 mm en igual período del año anterior) y los créditos a no residentes alcanzaron un montante de 128 mm (47 mm en el mismo período del año 1991).

6. INGRESOS, GASTOS Y FINANCIACION PÚBLICA

El déficit de caja del Estado alcanzó la cifra de 1.509 mm en los primeros nueve meses de 1992, a causa del reducido crecimiento (4) de los ingresos no financieros (3,7 %) y de la lenta desaceleración de los pagos no financieros (10,6 %). Teniendo en cuenta los retrasos con que opera la política fiscal, la aceleración de las necesidades de financiación del Estado, reflejadas en las últimas cifras de ejecución presupuestaria, corresponde al deterioro de la situación económica experimentado con anterioridad, y cuyo impacto en el déficit de caja se ha hecho patente a lo largo de 1992.

A fin de atenuar este fuerte incremento en el déficit de caja, el Decreto-Ley de Medidas Presupuestarias Urgentes introdujo dos medidas de reajuste impositivo, que entraron en vigor el primero de agosto: la elevación desde el 13 % hasta el 15 % del tipo general del IVA y una nueva tabla de retenciones del IRPF (con aumentos de un punto en los tipos aplicables a las rentas de entre dos y cuatro millones y medio, de dos puntos para las comprendidas entre cuatro millones y medio y ocho millones, de tres puntos para las situadas entre ocho y dieciséis millones y de cuatro puntos para cantidades superiores). Estas medidas —junto con otras, contenidas en el Decreto-Ley mencionado, que incidirán en el crecimiento del gasto— afectarán a las cifras del cuarto trimestre del año, lo que, unido a unos ingresos patrimoniales superiores a los inicialmente presupuestados, permite que, en el Avance de Liquidación que acompaña al Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1993, se contemple un déficit de caja para el Estado de 1.560 mm en 1992, que representa un crecimiento del 14 % respecto al registrado el año anterior.

(4) Las tasas de variación a que se hace referencia en el texto corresponden a las cifras acumuladas desde principios del año, sobre la cifra correspondiente al mismo período del año anterior, excepto indicación en contra. En general, las cifras están referidas al período que se indica en la cabecera del cuadro; en caso contrario, se especifica el período. El motivo es que los datos proceden de publicaciones con distinta periodicidad y diferentes retrasos en su recepción.

Los ingresos no financieros se han desacelerado durante el tercer trimestre, disminuyendo su tasa de crecimiento hasta el 3,7 %, desde el 5 % registrado hasta junio. Tanto los impuestos directos e indirectos como el conjunto de otros ingresos netos han contribuido a dicha evolución. Con el reajuste impositivo y otros ingresos netos extraordinarios, en el Avance de Liquidación se estima un crecimiento de los ingresos no financieros del 11,6 % en 1992, todavía algo inferior al presupuestado inicialmente (12 %).

Desde junio, los impuestos directos han reducido su tasa de crecimiento en 0,5 puntos porcentuales, situándola en el 2,5 %, muy lejos del 13,1 % previsto inicialmente. Esta desaceleración obedece, sobre todo, al comportamiento de la recaudación del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, cuya tasa de crecimiento ha descendido casi dos puntos porcentuales en el tercer trimestre, situándose en el 6,7 %, muy por debajo de la tasa que se había previsto. La atonía de los ingresos por retenciones es el principal factor explicativo de este débil crecimiento. Las retenciones sobre rendimientos del capital se han visto afectadas por el traslado del ahorro hacia los fondos de inversión. En cuanto a las retenciones del trabajo, presentaban hasta agosto un crecimiento del 2,5 %, a consecuencia de la tabla deflactada que estuvo en vigor hasta primeros de ese mes y del incremento en los aplazamientos concedidos. No obstante, el escaso aumento de las retenciones se ha visto compensado por los resultados del nuevo procedimiento de estimación objetiva, que ha dado lugar a un crecimiento del 53,4 % en los ingresos por pagos fraccionados en el período abril-agosto, y por la disminución de las devoluciones. La entrada en vigor de la nueva tabla de retenciones, cuyo efecto sobre la recaudación total ha sido muy limitado en septiembre, ha de suponer una aceleración de los ingresos por IRPF que contribuya a acercar su tasa de crecimiento al 15,6 % que se prevé en el Avance de Liquidación para 1992.

Los ingresos por el Impuesto de Sociedades han atenuado su ritmo de caída, situándolo en el 12,5 %, en línea con el que se prevé para todo el año. Esta disminución se debe al bajo crecimiento de las retenciones sobre rendimientos del capital (1,1 % hasta agosto) y a la caída de los beneficios empresariales, que ha originado unos menores ingresos a cuenta y a unas mayores devoluciones. Más moderado ha sido el descenso de ingresos por cuota diferencial bruta (3 % hasta agosto). Hay que considerar también el alto crecimiento (65 %) en los aplazamientos acordados.

Los impuestos indirectos han reducido su tasa de crecimiento en más de dos puntos porcentuales, situándola en el 14,7 %, en línea con la prevista en el presupuesto inicial. La recaudación por IVA se ha desacelerado desde el 16,2 % del primer semestre hasta el 14,3 % en septiembre, a causa de reducciones de 2,6 y 1,3 puntos porcentuales en las tasas de cre-

8. Estado: ejecución presupuestaria y financiación

mm y %

	Liquida- ción 1991	Presupuesto inicial			Liquidación			Liquidación		
		1992	Variación porcen- tual	1991 ENE-JUN	1992 ENE-JUN	Variación porcen- tual	1991 ENE-SEP	1992 ENE-SEP	Variación porcen- tual	
		2	3=2/1	4	5	6=5/4	7	8	9=8/7	
1. Ingresos no financieros	11.232	12.577	12,0	5.202	5.462	5,0	8.247	8.551	3,7	
Impuestos directos	5.540	6.265	13,1	2.652	2.732	3,0	4.353	4.462	2,5	
<i>IRPF</i>	<i>4.094</i>	<i>4.640</i>	<i>13,3</i>	<i>2.260</i>	<i>2.453</i>	<i>8,6</i>	<i>3.286</i>	<i>3.506</i>	<i>6,7</i>	
<i>Sociedades</i>	<i>1.370</i>	<i>1.531</i>	<i>11,8</i>	<i>354</i>	<i>226</i>	<i>-36,1</i>	<i>1.012</i>	<i>885</i>	<i>-12,5</i>	
<i>Otros</i>	<i>76</i>	<i>94</i>	<i>23,9</i>	<i>38</i>	<i>53</i>	<i>38,0</i>	<i>55</i>	<i>71</i>	<i>28,8</i>	
Impuestos indirectos	4.243	4.846	14,2	1.979	2.312	16,8	3.079	3.532	14,7	
<i>IVA</i>	<i>2.681</i>	<i>3.099</i>	<i>15,6</i>	<i>1.261</i>	<i>1.466</i>	<i>16,2</i>	<i>1.954</i>	<i>2.234</i>	<i>14,3</i>	
<i>Especiales</i>	<i>1.241</i>	<i>1.464</i>	<i>18,0</i>	<i>583</i>	<i>687</i>	<i>17,8</i>	<i>914</i>	<i>1.081</i>	<i>18,3</i>	
<i>Tráfico exterior</i>	<i>290</i>	<i>208</i>	<i>-28,1</i>	<i>152</i>	<i>122</i>	<i>-19,8</i>	<i>215</i>	<i>162</i>	<i>-24,5</i>	
<i>Otros</i>	<i>31</i>	<i>74</i>	<i>137,5</i>	<i>-18</i>	<i>37</i>	<i>—</i>	<i>-4</i>	<i>54</i>	<i>—</i>	
Otros ingresos netos	1.450	1.466	1,1	571	419	-26,7	815	557	-31,7	
2. Pagos no financieros	12.600	13.702	8,7	6.076	6.690	10,1	9.097	10.060	10,6	
Personal	2.373	2.439	2,8	1.197	1.233	3,0	1.724	1.789	3,8	
Compras	364	324	-11,2	185	174	-5,6	275	262	-4,7	
Intereses	1.593	1.942	21,9	718	671	-6,6	1.165	1.144	-1,8	
Transferencias corrientes	6.154	7.102	15,4	2.901	3.713	28,0	4.370	5.511	26,1	
Inversiones reales	1.028	913	-11,2	495	441	-10,9	755	677	-10,4	
Transferencias de capital	1.088	983	-9,7	579	457	-21,1	809	677	-16,3	
3. Déficit de caja (3=1-2) (a)	-1.368	-1.125	-17,8	-874	-1.227	40,4	-851	-1.509	77,4	
4. Otros gastos no financieros	233	—	—	380	549	44,6	326	540	65,7	
Intereses	218	—	—	372	544	46,1	316	535	69,2	
Otros gastos	15	—	—	8	6	-28,2	9	4	-53,8	
5. Pagos no financieros totales (2+4)	12.833			6.456	7.239	12,1	9.423	10.599	12,5	
6. Financiación neta (6=1-5=7-8)	-1.600	—	—	-1.254	-1.777	41,6	-1.176	-2.049	74,2	
7. Variación neta de activos financieros	248			201	196	-2,6	231	212	-8,2	
Activos frente al crédito oficial	55			27	38	39,4	55	55	0,1	
Otros activos netos	193			174	158	-9,2	176	157	-10,7	
8. Variación neta de pasivos financieros	1.848			1.456	1.973	35,5	1.407	2.261	60,6	
Recurso al Banco de España	9			952	583	-38,8	-82	1.498	—	
Emisión neta de valores (b)	1.445			320	443	38,6	1.292	-94	—	
<i>Pagarés del Tesoro</i>	<i>-995</i>			<i>-534</i>	<i>-1.315</i>	<i>146,4</i>	<i>-824</i>	<i>-1.561</i>	<i>89,3</i>	
<i>Letras del Tesoro</i>	<i>417</i>			<i>-945</i>	<i>-89</i>	<i>-90,5</i>	<i>365</i>	<i>-375</i>	<i>—</i>	
<i>Deuda a medio y largo plazo</i>	<i>2.038</i>			<i>1.798</i>	<i>1.861</i>	<i>3,5</i>	<i>1.756</i>	<i>1.861</i>	<i>5,9</i>	
<i>Deuda asumida</i>	<i>-16</i>			<i>—</i>	<i>-14</i>	<i>—</i>	<i>-5</i>	<i>-19</i>	<i>—</i>	
Valores no negociables (c)	152			-16	675	—	-24	657	—	
Préstamos en moneda extranjera	211			120	247	106,2	101	251	148,2	
Emisión de moneda	15			4	8	84,1	14	12	-12,4	
Depósitos y desfases	-47			13	-33	—	43	-114	—	
Créditos asumidos	63			63	50	-20,9	63	50	-20,9	

Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

(a) Este es el «Déficit de caja (no financiero)», según la Intervención General de la Administración del Estado.

(b) En términos efectivos.

(c) En la liquidación de 1991 y de 1992 están incluidos 185 mm y 693 mm, respectivamente, de deuda especial correspondiente al canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales.

cimiento del IVA sobre importaciones y sobre operaciones interiores, respectivamente. No obstante, respecto al mes anterior, ambos componentes han acelerado en septiembre su crecimiento en casi un punto porcentual, como resultado de la entrada en vigor del nuevo tipo general del 15 %. Esta medida permitirá compensar el efecto que sobre la recaudación está teniendo la evolución de las importaciones y del consumo, y se estima que elevará la tasa de crecimiento de estos ingresos más de dos puntos porcentuales por encima de la inicialmente prevista (15,6 %). Los Impuestos Especiales se han acelerado en el tercer trimestre, hasta alcanzar una tasa del 18,3 %, en línea con las previsiones iniciales, que se mantienen para todo el año. Los Impuestos sobre Tráfico Exterior continúan mostrando un perfil de desaceleración, en consonancia con la evolución de las importaciones, y registran una disminución del 24,5 %, a causa de la reducción arancelaria en vigor desde el comienzo del año, acercándose así a la previsión del presupuesto inicial (caída del 28,1 %).

También se ha intensificado el ritmo de disminución de los otros ingresos netos, situándose en el 31,7 % (una caída que supera en cinco puntos porcentuales a la que experimentaron en el primer semestre). Este descenso viene muy afectado por el cambio institucional de Correos (el capítulo de tasas y otros ingresos registra una reducción del 39,6 %) y por la disminución del 50,6 % en las transferencias de capital, sobre todo de las procedentes de la Comunidad Europea. Se espera, no obstante, una fuerte aceleración de estos ingresos, debido a los beneficios del Banco de España y a unos ingresos de 150 mm, procedentes del INH, por lo que el conjunto de otros ingresos netos podría experimentar en 1992 un crecimiento incluso superior al previsto inicialmente (1,1 %).

Los pagos no financieros totales (reconocidos y pendientes de reconocimiento) han crecido hasta septiembre un 12,5 %, tasa que supera en casi nueve puntos porcentuales a la registrada por los ingresos no financieros, y muy superior al 8,7 % presupuestado. El fuerte ritmo de crecimiento de los pagos por intereses totales y, sobre todo, de las transferencias corrientes explican esta evolución expansiva del gasto. Aunque las transferencias corrientes han reducido ligeramente su tasa de aumento con respecto a la que presentaban en el primer semestre, la aceleración de los pagos en las demás partidas de gasto hace que los pagos no financieros totales hayan crecido incluso más que hasta el mes de junio. No obstante, hay que notar que, desde el reajuste presupuestario del gasto acordado por las autoridades en julio, éste ha iniciado una cierta desaceleración, rebajando en más de dos puntos porcentuales su ritmo de avance. En cualquier caso, las ampliaciones de crédito y el crecimiento de las obligaciones reconocidas hasta septiembre podrían acentuar el incremento de los pagos no financieros al finalizar el año.

Los pagos por gastos de personal han frenado la tendencia a la desaceleración que presentaban en junio y alcanzan un crecimiento del 3,8 %, que se eleva hasta el 11,6 %, si se tiene en cuenta el cambio institucional de Correos y la Agencia Estatal de Administración Tributaria, y al 9,1 % para el gasto de personal en activo (teniendo en cuenta dicho cambio y excluyendo la parte del gasto correspondiente a clases pasivas).

Los gastos en bienes y servicios se han recuperado en el tercer trimestre y su tasa de variación es del -4,7 %: un punto porcentual menos negativa que la registrada en junio. Es previsible que continúe el aumento de estos gastos, que se vieron afectados por el recorte presupuestario de 1991 en mayor medida que en el presente año, pues las obligaciones reconocidas presentan un crecimiento del 5,7 %.

Los pagos por intereses reconocidos muestran un perfil de aumento, si bien todavía registran una disminución del 1,8 %. Al ejercicio corriente corresponden casi dos tercios de estos pagos, suponiendo un 40,9 % de las obligaciones reconocidas en dicho ejercicio, frente al 64,1 % que alcanzaban en el mismo período de 1991. Los pagos por intereses abonados por el Banco de España por cuenta del Tesoro y pendientes de reconocimiento han cambiado su tendencia al aumento, presentando un incremento del 69,2 %, con lo que los pagos totales por intereses han elevado su tasa de crecimiento en casi dos puntos porcentuales, situándola en el 13,3 %, todavía por debajo del 21,9 % previsto inicialmente.

Las transferencias corrientes, pese a haber reducido su tasa de crecimiento en casi dos puntos porcentuales respecto a la que registraban en junio, continúan siendo la partida más expansiva del presupuesto de gastos. Dicha tasa (26,1 %) es todavía muy superior a la previsión presupuestaria inicial del 15,4 %, y el crecimiento en un 27 % de las obligaciones reconocidas y en un 25,9 % de los créditos totales no permite esperar que difiera sustancialmente de la que se alcance a final de año. Este fuerte crecimiento de las transferencias corrientes viene influido por el cambio institucional de Correos y la Agencia Estatal de Administración Tributaria, y por una transferencia extraordinaria de 195 mm efectuada en julio al INEM (ambos factores contribuyen a elevar la tasa de crecimiento de estos gastos en más de ocho puntos porcentuales). Hasta agosto, los volúmenes más importantes de obligaciones reconocidas correspondían a transferencias a la Seguridad Social (representan el 28,7 % del total y han crecido un 12,6 %), a Organismos Autónomos Administrativos (crecieron un 90,4 %, debido, en buena parte, a la citada transferencia extraordinaria al INEM), a Comunidades Autónomas (con un incremento del 17,3 %), a Corporaciones Locales (crecieron un 7,6 %) y al exterior (con un incremento del 66 %).

Los pagos por inversiones reales registraron una disminución del 10,4 % hasta el mes de septiembre, lo que supone una ligera aceleración a lo largo del tercer trimestre. La mayor intensidad del recorte presupuestario efectuado en 1991 sobre estos gastos permitiría esperar que continuara el perfil de aceleración, si bien hay que notar un pronunciado descenso en la tasa de crecimiento de las obligaciones reconocidas, que se sitúa en el 1,6 %, derivado, posiblemente, de la política de austeridad acordada en el mes de julio.

Parecida evolución presentan las transferencias de capital, si bien la recuperación de su tasa de crecimiento ha sido más acusada, pasando de una disminución del 21,1 %, en el primer semestre, a otra del 16,2 %, en septiembre. La tasa de crecimiento de las obligaciones reconocidas se ha desacelerado hasta el 1,7 %, por lo que no se puede esperar que la caída de estos pagos sea, a fin de año, muy diferente de la actual. Los volúmenes más importantes de obligaciones reconocidas hasta agosto correspondían a Comunidades Autónomas (con un crecimiento del 27,3 %), a Empresas Públicas y otros Entes Públicos (crecieron un 0,4 %) y a Organismos Autónomos Administrativos (se redujeron un 16 %).

Con información disponible hasta junio de 1992, la evolución de los ingresos corrientes de las Administraciones de Seguridad Social ha registrado un crecimiento del 20,9 %, respecto al mismo período del año anterior. Esta tasa tan elevada es el resultado del comportamiento expansivo de las principales partidas de ingresos: las transferencias corrientes de las Administraciones Públicas a la Seguridad Social y las cotizaciones sociales, que alcanzaron unas tasas de crecimiento del 45,2 % y del 13,2 %, respectivamente.

El avance de información sobre los recursos del Sistema de la Seguridad Social, hasta julio, ha registrado una aceleración de más de un punto porcentual en la tasa de crecimiento de las cotizaciones sociales (11,8 %), respecto a la registrada en el primer semestre de 1992. Por regímenes, las cuotas del Régimen General de la Seguridad Social crecieron el 13,2 % hasta julio, lo cual supone una aceleración de tres puntos porcentuales con respecto a su tasa de crecimiento en los seis primeros meses del año. Por otra parte, las transferencias del Estado al Sistema mostraron un crecimiento del 21,5 % hasta julio de 1992. Las cotizaciones por desempleo del INEM registraron un crecimiento acelerado del 19,4 % hasta junio —un punto porcentual superior al del primer trimestre de 1992—, debido al efecto de la subida en un punto del tipo que pagan los empleadores. Se espera un menor crecimiento de las cotizaciones sociales recaudadas por las Administraciones de la Seguridad Social, en línea con la perspectiva negativa del empleo en la segunda parte de 1992.

Los pagos no financieros de las Administraciones de Seguridad Social alcanzaron una elevada tasa de

crecimiento (22 % hasta junio de 1992). En primer lugar, los gastos de personal registraron una tasa de crecimiento del 14,7 %, acorde con la evolución expansiva del empleo en este subsector, en la primera parte del año (6,9 % de crecimiento interanual en el primer semestre de 1992, según datos de la EPA), mostrando el ritmo de crecimiento más elevado en el total de las Administraciones Públicas. Se espera una moderación en el gasto de personal de la Seguridad Social en la segunda mitad del año, afectado por el RD-L 5/1992, de 21 de julio, ante la no obligatoriedad de convocar todas las plazas dotadas presupuestariamente que estén vacantes en el ámbito del Estado, de sus Organismos Autónomos y de la Administración de la Seguridad Social.

Por otra parte, las prestaciones sociales registraron un crecimiento del 25,2 % hasta junio, debido al efecto fuertemente expansivo de las pensiones del Sistema y de las prestaciones por desempleo. El incremento alcanzado por las pensiones (25,7 % hasta junio) no parece corresponderse con el número de pensionistas (2,7 % hasta mayo de 1992, respecto al mismo mes del año anterior) ni con el aumento del importe de la pensión media (11,1 % en mayo).

El gasto en incapacidad laboral transitoria (ILT) registró un crecimiento del 22,8 % hasta junio. Este componente del gasto tenderá a reducirse, a medida que incorpore el efecto del RD-L 5/1992, de 21 de julio, de Medidas Presupuestarias Urgentes, que hace recaer sobre las empresas el coste de la prestación por ILT, hasta el decimoquinto día de incapacidad laboral.

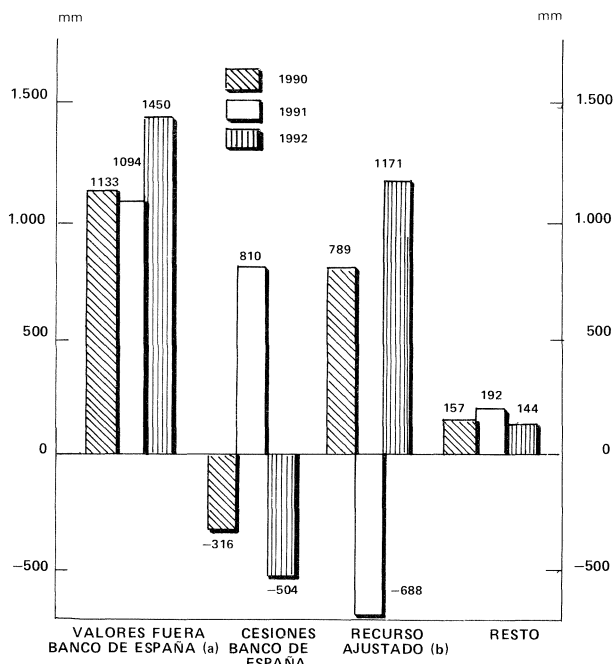
Las prestaciones por desempleo del INEM crecieron un 22,3 % hasta junio. En el primer semestre de 1992, el gasto supuso el 64,2 % de lo presupuestado inicialmente para la asistencia al desempleo. El efecto del RD-L 1/1992, de 3 de abril, de Medidas Urgentes sobre el Fomento del Empleo y Protección por Desempleo, que dispone un recorte en el crecimiento de las prestaciones por desempleo de carácter contributivo, no ha compensado, hasta el momento, la negativa evolución del empleo.

El gasto en prestaciones sanitarias creció un 16,8 % hasta junio. No obstante, se espera una contención futura en este gasto, debido a que en el RD-L 5/1992 se tipifica como infracción administrativa el abuso o traslado a terceros de las prestaciones farmacéuticas de la Seguridad Social a jubilados y a otros colectivos con derecho a percibir las.

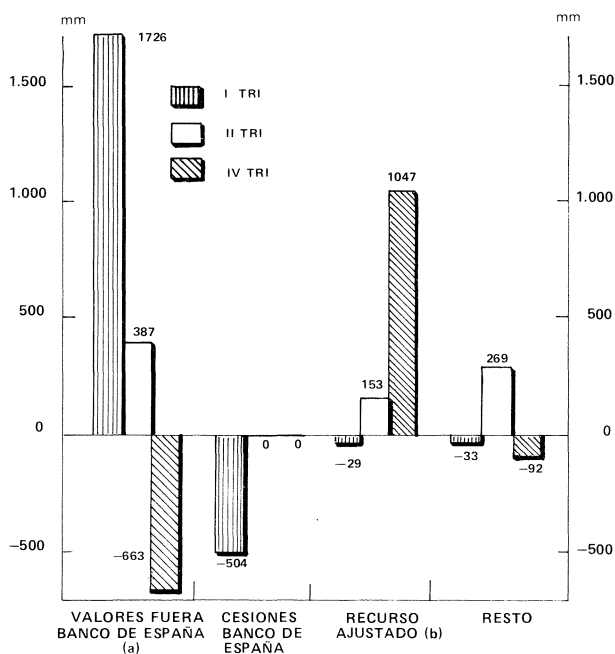
En el período julio-septiembre, las necesidades totales de financiación del Estado ascendieron a 288 mm y se cubrieron íntegramente con cargo al recurso al Banco de España, que, adicionalmente, hubo de hacer frente a una colocación neta negativa de valores públicos, fuera de la cartera del propio Banco, de 663 mm. Como consecuencia, la financiación total

**12. Endeudamiento total del Estado
Distribución por instrumentos**

Acumulado anual hasta el 30 de septiembre



1992. Acumulado en cada trimestre



Fuente: Banco de España.

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

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

otorgada por el Banco de España al Tesoro, que tiene en cuenta tanto el incremento del recurso (916 mm) como la variación de la cartera del Banco no cedida (131 mm), se elevó, durante el tercer trimestre, en 1.047 mm.

Considerando conjuntamente los nueve primeros meses del año, la colocación de valores públicos fuera del Banco de España (1.450 mm), junto con el incremento del endeudamiento en moneda extranjera por 250 mm, fue insuficiente para cubrir las necesidades totales de financiación del Estado, que ascendieron a 2.261 mm, y la amortización neta de la cartera de valores públicos del Banco, por 832 mm. A causa de ello, el recurso registró un incremento de 1.498 mm, mientras la financiación total del Banco al Tesoro, definida en el sentido amplio antes expuesto, aumentó en 1.171 mm.

La forma en la que el Tesoro ha cubierto sus necesidades financieras durante el tercer trimestre de 1992 ha estado muy influida por el clima de incertidumbre que ha dominado la evolución de los mercados monetarios y financieros, tras el referéndum danés celebrado el 2 de junio, circunstancia que se traducía en unas expectativas alcistas sobre la evolución de los tipos de interés. Esta tendencia se vio agravada a partir del mes de agosto, al agudizarse las tensiones en el mecanismo de cambios del SME. Los amplios diferenciales existentes entre las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de deuda pública y los marginales de las últimas emisiones de deuda a medio y largo plazo provocaron que las subastas de bonos y obligaciones celebradas desde el mes de junio hayan sido declaradas desiertas. Los tipos marginales fijados en las emisiones de bonos a tres y cinco años del mes de junio fueron del 11,7 % y 11,41 %, respectivamente, y del 10,93 % para las obligaciones, mientras que, durante el tercer trimestre, los rendimientos internos para los bonos a tres y cinco años superaron el 14,4 %, y los relativos a las obligaciones a diez años llegaron a situarse por encima del 13 %.

En el mercado primario de letras del Tesoro, el agravamiento de las tensiones cambiarias provocó que las colocaciones netas en las emisiones a un año fueran de -570 mm efectivos, a pesar de que los tipos de interés en el período julio-septiembre aumentaran en cerca de 170 puntos básicos, hasta situarse en el 13,231 % a finales de septiembre. La mayor preferencia de los inversores por el corto plazo, ante el clima de incertidumbre existente, se manifestaba en el resultado de las subastas de letras del Tesoro a seis meses, que comenzaron a efectuarse en septiembre, donde las emisiones superaron los 530 mm en el conjunto de las dos subastas realizadas a un tipo marginal del 13,254 %.

Sin embargo, a partir de la segunda semana de octubre, las fuertes reducciones de las rentabilidades en los mercados de deuda han permitido al Tesoro

emitir nuevamente bonos y obligaciones en la subasta correspondiente al mes de noviembre, alineando los tipos de interés con las rentabilidades del mercado secundario. Mientras, en el mercado primario de letras del Tesoro, el elevado volumen demandado permitió recortar el tipo marginal, tanto en el tramo a tres y seis meses como en el de un año, colocando, conjuntamente, más de 1.200 mm netos efectivos.

Por último, el saldo vivo de pagarés del Tesoro se ha reducido en el tercer trimestre en 246 mm efectivos, caída inferior a la registrada en el trimestre anterior, de 402 mm. Considerando conjuntamente los nueve primeros meses del año, la reducción del saldo vivo de pagarés supera los 960 mm, sin incluir el importe canjeado por deuda especial a comienzos del año. En esta evolución influyen, básicamente, las reducciones en el coeficiente de inversión, efectuadas a finales de diciembre, marzo, junio y septiembre, y que lo sitúan actualmente, para el tramo de pagarés, en el 0,81 %.

7. EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Durante el tercer trimestre de 1992, los activos líquidos en manos del público registraron un crecimiento del 6,4 % en tasa intertrimestral anualizada. De esta forma, el crecimiento acumulado a lo largo del año se sitúa en el 4,2 % y continúa acercándose a su tasa de expansión tendencial, tras la fuerte caída registrada en el primer trimestre del año, a consecuencia de la sustitución de pagarés del Tesoro por deuda especial y del gran volumen de colocaciones de deuda a medio y largo plazo entre el público. No obstante, en el período julio-septiembre, pudo apreciarse una caída en el crecimiento de ALP con respecto al trimestre anterior, en el que se elevó al 7,8 %.

Esta tendencia se corrobora atendiendo a un agregado amplio, que subsume los desplazamientos

antes citados y que incluye los activos incluidos en ALP, la deuda especial, los pagarés de empresa y la deuda a medio y largo plazo en poder del público. Este conjunto de instrumentos financieros, que aproxima la riqueza financiera del público, estaba creciendo a tasas próximas al 9 % en el segundo trimestre, y en los meses recientes ha retornado a tasas inferiores al 6 %.

Esta evolución de los agregados refleja, por una parte, la moderación experimentada a lo largo del año en el crecimiento del PIB, y, por otra, el desplazamiento de recursos financieros hacia depósitos en entidades bancarias no residentes, tras la liberalización de estas operaciones en febrero pasado. Sin embargo, ya en el mes de septiembre, ha podido advertirse una recuperación del crecimiento de ALP, como consecuencia del aumento de la preferencia por la liquidez de los agentes. Este fenómeno se deriva de la creciente incertidumbre acerca de la evolución futura de los tipos de interés, que, especialmente a partir de los acontecimientos de septiembre pasado, han seguido una clara trayectoria alcista. A esta tendencia de la demanda de ALP, se ha sumado la presión expansiva que ejerce el sector público, que encuentra grandes dificultades para financiarse, salvo a muy corto plazo, y el recurso creciente de los agentes privados al crédito interno, dada la depreciación experimentada por la peseta y la incertidumbre acerca de su evolución futura. Estos factores han contrarrestado el efecto contractivo sobre ALP ejercido por el sector exterior.

En el análisis por componentes de ALP destaca la contribución nula a su crecimiento por parte de los valores públicos, mientras que los activos líquidos computables de la banca privada, las cajas de ahorro y las entidades oficiales de crédito crecieron a una tasa intertrimestral del 6,7 %, similar a la de ALP.

9. Agregados monetarios (a)

	DIC 91/ DIC 90	1991				1992		
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
ALP	10,9	14,4	9,2	11,6	8,6	-1,4	7,8	6,4
ALP2	10,9	14,4	9,9	11,6	7,9	-0,2	7,4	5,9
PRO MEMORIA:								
1 = ALP + Deuda especial	11,1	14,4	9,2	11,6	9,2	3,1	7,7	6,3
2 = 1 + Deuda a medio y largo plazo, en firme, en poder de residentes	11,3	14,6	10,1	10,5	10,2	5,5	9,3	6,1
3 = ALP2 + Deuda especial	11,1	14,4	9,9	11,6	8,5	4,3	7,3	5,9
4 = 3 + Deuda a medio y largo plazo, en firme, en poder de residentes	11,3	14,6	10,8	10,5	9,4	6,5	8,9	5,7

Fuente: Banco de España.

(a) Crecimiento acumulado anual y tasas anualizadas a lo largo del trimestre.

Por agentes, continúa contrastando el comportamiento de cajas de ahorro y banca privada. Mientras las cajas de ahorro mantuvieron un crecimiento sostenido y estable de sus pasivos monetarios, en la banca privada la fuerte disminución del primer semestre se ha detenido en el tercer trimestre, y su saldo se ha estabilizado. Los depósitos de las cajas de ahorro han crecido en un 9,6 %, mientras que los de la banca privada lo han hecho en un 4,8 %; la mayor diferencia, sin embargo, reside en las cesiones temporales de títulos públicos, que han sido muy importantes en el caso de las cajas de ahorro, al tiempo que en la banca privada han disminuido, de forma que el crecimiento intertrimestral de los pasivos monetarios de las cajas de ahorro alcanza el 11,1 %, y el de la banca privada es del 0,8 %. La caída de las cesiones de títulos públicos de la banca privada se debe a una sustitución de parte de estas operaciones por ventas en el mercado de futuros, que se registran en cuentas de orden fuera de balance. Este fenómeno, que se ha venido produciendo a lo largo del año, constituye una nueva perturbación financiera de signo contractivo sobre la demanda de ALP.

Los valores del Estado en manos del público permanecen estancados, si bien con comportamientos contrapuestos de sus componentes: mientras las cesiones de deuda aumentaron 410 mm, las letras del Tesoro han caído en 282 mm y los pagarés del Tesoro en 147 mm.

El efectivo en manos del público ha mantenido su comportamiento errático a lo largo del año. En cualquier caso, su tasa de variación acumulada (11,9 % en septiembre) significa una reducción a la mitad de

los crecimientos que ha venido registrando en los últimos años, lo que puede estar relacionado con la finalización del largo proceso de reajustes de carácter fiscal en las carteras del público durante ese período, y que culminó con la regularización fiscal de 1991.

El análisis de ALP en términos de la evolución de sus contrapartidas ofrece como dato más destacado el efecto contractivo generado por la contrapartida externa, especialmente concentrado en el último mes del trimestre. Esta ha restado 2,2 puntos al crecimiento intertrimestral del balance, como consecuencia de la caída de las reservas de divisas (-2,4 puntos), mientras que los activos netos exteriores del resto del sistema crediticio permanecieron estables (contribución de 0,2 puntos). Este efecto neto contractivo ha sido contrarrestado por la expansión del crédito interno a las Administraciones Públicas, que ha contribuido con tres puntos. De esta forma, el crecimiento del balance, de 6,6 %, se corresponde, aproximadamente, con la contribución del crédito interno a empresas y familias, de 5,9 puntos.

El crédito interno a empresas y familias ha aumentado su ritmo de crecimiento en el tercer trimestre hasta el 9,7 %, frente al 7,7 % del segundo trimestre. El crecimiento acumulado hasta septiembre fue del 6,7 %. Una parte importante de la aceleración registrada en el tercer trimestre se debe a la sustitución de créditos obtenidos directamente de entidades no residentes por crédito concedido por instituciones residentes, en septiembre, mes en el que la tasa estimada del crédito interno se sitúa cerca del 15 %. De esta forma, la diferencia entre las tasas acumuladas del crédito interno y de esta variable más la financia-

10. Agregados crediticios (a)

	DIC 91/ DIC 90	1991				1992		
		I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
Crédito interno total	9,0	10,1	8,1	10,6	7,3	-1,0	9,1	11,7
<i>Crédito interno a Administraciones Públicas</i>	3,3	-3,6	2,5	7,0	7,6	-11,3	13,1	17,7
<i>Crédito interno a empresas y familias</i>	11,3	15,8	10,2	12,0	7,2	2,9	7,7	9,7
Crédito interno a empresas y familias + Pagarés de empresa	11,2	15,7	11,1	12,0	6,4	4,2	7,3	8,9
PRO MEMORIA:								
1 = Crédito interno a Administraciones Públicas + Deuda especial	4,0	-3,6	2,5	7,2	10,6	6,8	12,0	17,0
2 = 1 + Deuda pública a medio y largo plazo en poder de residentes	5,3	-1,7	5,9	4,2	13,6	14,2	16,6	15,0
3 = 2 + Deuda pública en poder de no residentes	13,8	15,6	15,7	7,9	16,2	19,6	18,4	8,8
4 = Crédito interno a empresas y familias + pagarés de empresa + créditos directos exteriores	12,4	15,4	12,4	14,3	7,7	6,7	10,8	10,5 (b)

Fuente: Banco de España.

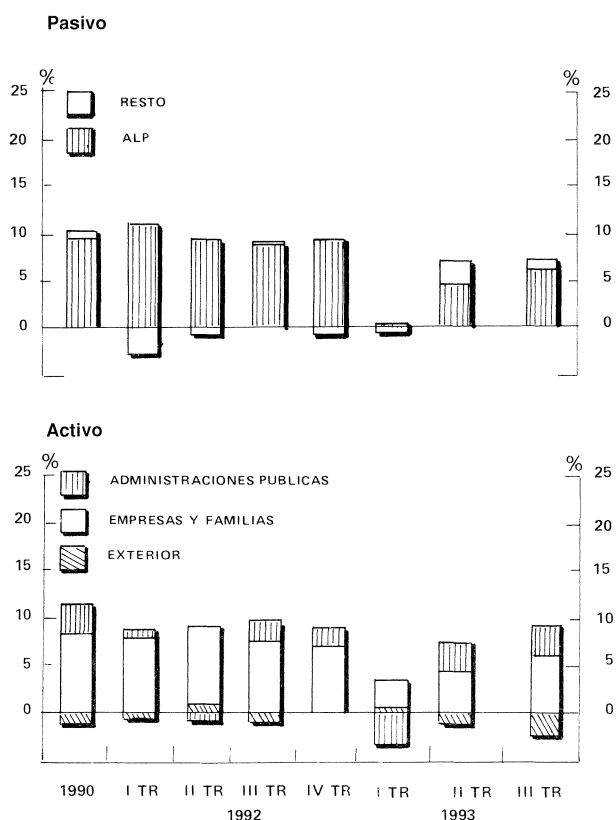
(a) Crecimiento acumulado anual y tasas anualizadas a lo largo del trimestre.

(b) Con datos hasta agosto.

ción obtenida directamente del exterior, que hasta agosto (último mes para el que se dispone de información completa) era de unos tres puntos, puede haberse reducido notablemente en septiembre.

La evolución del crédito interno a las Administraciones Públicas muestra igualmente indicios de aceleración en los dos últimos trimestres. Sin embargo, las causas son distintas. Mientras el crecimiento intertrimestral en el período marzo-junio (13,1 %) se debió al fuerte aumento de las necesidades de financiación neta (780 mm), el crecimiento del tercer trimestre (17,7 %) se debe, principalmente, a la sustitución de instrumentos (valores públicos por recurso al Banco de España) y de agentes (no residentes por residentes). En efecto, mientras las necesidades de financiación neta han aumentado en 265 mm en el tercer trimestre, el recurso al Banco de España lo ha hecho en 896 mm; por otra parte, el saldo de no residentes de letras del Tesoro y de deuda a medio y largo plazo ha disminuido, entre el 3 de julio y el 2 de octubre, en 582 mm. Si al crédito interno se suma la emisión de deuda especial y la colocación de deuda a medio y largo plazo, en firme, fuera del sistema crediticio, entre el público residente y no residente, el crecimiento acumulado en septiembre alcanza el 15,3 %.

13. Estructura del balance del sistema crediticio (a)



Fuente: Banco de España.

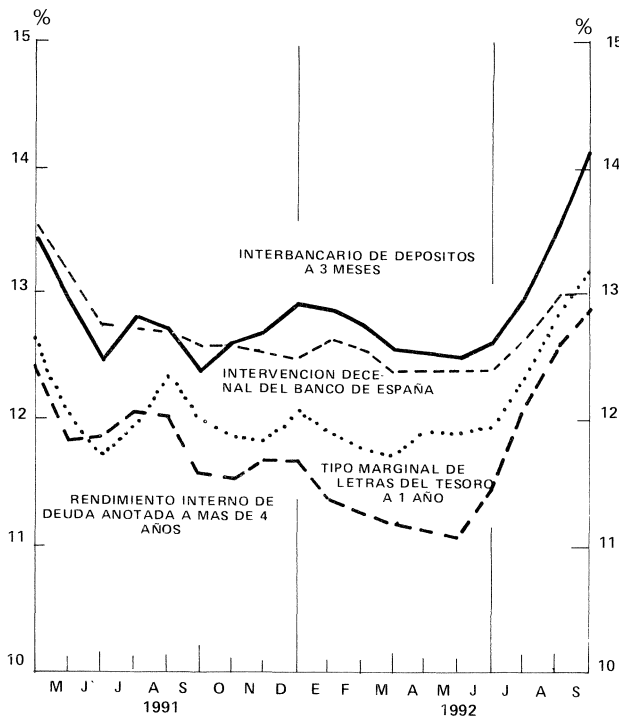
(a) Contribución de los componentes al crecimiento del balance medio sobre el período anterior. Cálculos realizados sobre series desestacionalizadas.

Esta intensa absorción de recursos que las Administraciones Públicas han estado ejerciendo ha tenido efectos muy importantes sobre la evolución de los mercados primarios y ha contribuido a aumentar los efectos perturbadores sobre éstos de la reciente crisis cambiaria.

A lo largo de todo el tercer trimestre, el clima de incertidumbre en los mercados financieros fue agravándose, como consecuencia de la superposición de factores externos e internos: a la inestabilidad creciente en los mercados cambiarios, tras el rechazo danés al Tratado de Maastricht, se ha sumado la consolidación de unas expectativas poco favorables para la evolución de la economía española a corto y medio plazo, y el deterioro de las cuentas de las Administraciones Públicas. En consecuencia, los tipos de interés en todos los mercados han experimentado una continua tendencia alcista, especialmente acusada en los instrumentos a largo plazo. Por primera vez desde septiembre de 1990, en los primeros días de octubre se han cruzado operaciones en el mercado secundario de deuda pública con una rentabilidad interna superior al 15 %, en operaciones a vencimiento de bonos a tres años y a cinco años; además, obligaciones con vencimiento en junio del 2002, con un tipo nominal de emisión del 10,30 %, han registrado transacciones con rentabilidad implícita del 14,0 %. De igual forma, los tipos en el mercado interbancario de depósitos se han ido elevando, hasta situarse por encima del 15 % a partir del plazo de un mes. Desde la tercera decena de mayo hasta la primera de octubre, el rendimiento interno de los bonos a tres años se ha elevado en 355 puntos básicos, el de los bonos a cinco años, en 367, y el de las obligaciones a diez años, en 287. En el mismo período, en el mercado interbancario de depósitos, los aumentos de tipos han oscilado entre 258 puntos básicos, en el plazo de los seis meses, y 238 puntos en el de un mes. Con todo ello, se ha configurado una curva de rendimientos por plazos con pendiente positiva hasta el plazo de tres años, que refleja la intensidad de las expectativas alcistas y la persistencia de los tipos.

El aumento del nivel y de la variabilidad de las rentabilidades negociadas ha sido especialmente intenso, conforme se aproximaba la fecha de celebración del referéndum francés, y, sobre todo, tras la adopción por el Banco de España, el 23 de septiembre, de las medidas que desincentivan los movimientos de capitales a corto plazo. Entre la segunda y la tercera decena de septiembre, se han producido los momentos de mayor incertidumbre y volatilidad de los últimos meses. A pesar del mantenimiento de los tipos de intervención del Banco de España, se han producido aumentos de los tipos en el mercado interbancario de depósitos entre 32 puntos básicos, en las operaciones a un día, y 69 puntos básicos, en las de depósitos a tres meses. En el mercado de deuda, los incrementos han sido aún mayores: 82 y 74 pun-

14. Tipos de interés



Fuente: Banco de España.

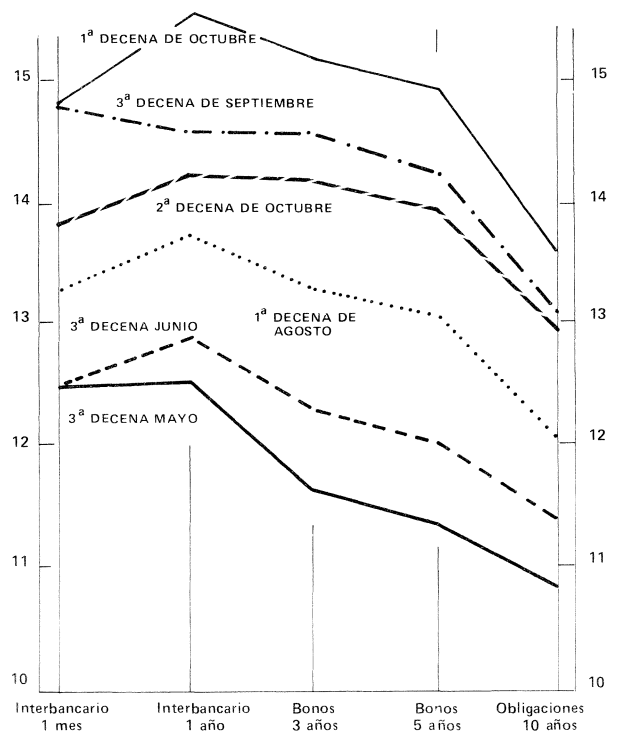
tos básicos en los bonos a tres y cinco años, respectivamente, y 62 en las obligaciones a diez años. El anuncio de una posible revisión a la baja de la calificación de la deuda pública española, por parte de una firma especializada, provocó una fuerte presión vendedora, que explica parte de la intensidad de estos movimientos. Con todo, a partir de la segunda semana de octubre, se ha producido una moderada baja de los tipos, que han vuelto a situarse, en todos los plazos, por debajo del 15 %; en el caso de las obligaciones a 10 años, la rentabilidad ha descendido, de nuevo, sensiblemente por debajo del 13 %. Este movimiento a la baja de los tipos ha seguido la aplicación de la circular 17/1992, de 2 de octubre, del Banco de España, que suavizaba las medidas introducidas por la circular del día 23 de septiembre.

La inestabilidad de los mercados cambiarios y la incertidumbre acerca del proceso de unión monetaria son factores que, sin duda, contribuyen a explicar las alzas de tipos de los últimos meses. Sin embargo, este movimiento obedece también a una sobrerreacción del mercado, inducida, especialmente, por las abultadas carteras de deuda, tanto de las entidades bancarias como de los no residentes, constituidas a lo largo de 1991 y de la primera mitad de 1992, como consecuencia de la convergencia de tipos de interés a largo plazo, que los agentes descontaban entonces. Los no residentes han realizado una desinversión considerable en deuda pública española, desde mediados del mes de julio (unos 500 mm de pesetas), equiva-

lente al 20 %, aproximadamente, de la cartera mantenida entonces, que ha sido recolocada por las entidades financieras entre el público residente, en operaciones con pacto de recompra, como refleja el aumento de las cesiones temporales durante este período. De esa desinversión, 375 mm (el 75 % del total) corresponden a las tres últimas semanas de septiembre.

El mercado primario de deuda a medio y largo plazo se ha visto especialmente afectado por las turbulencias en los mercados financieros y cambiarios, registrando una paralización completa. Las emisiones de bonos y obligaciones de los meses de julio, agosto y septiembre se han declarado desiertas. Los diferenciales existentes entre las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios y los tipos marginales de las últimas emisiones señalaban la incorporación de una prima de riesgo, que no parecía asumible por parte del emisor público. Al finalizar octubre, sin embargo, el Tesoro adjudicó 61 mm en la convocatoria mensual de bonos y obligaciones. Los tipos marginales del primario se situaron 1,5 % por encima de la última emisión. Aunque la cuantía de estas emisiones es todavía reducida, indica cierta normalización de los mercados de deuda y, quizá, el inicio de emisiones de valores públicos a largo plazo.

15. Tipos de interés
Mercado interbancario de depósitos y mercado secundario de deuda a vencimiento



Fuente: Banco de España.

En estas circunstancias, el Tesoro se ha visto constreñido a la financiación a corto plazo del desequilibrio presupuestario. El recurso al Banco de España se ha mantenido en cifras muy elevadas, y el Tesoro ha optado por diversificar sus emisiones a corto plazo. A las emisiones de letras del Tesoro a un año y tres meses, se han añadido las emisiones a seis meses, que han compensado, en parte, las emisiones netas negativas que se han venido produciendo, tanto en el plazo de un año como en el de los tres meses. Los tipos de emisión se han situado, a finales de septiembre, en el 13,2 % para las letras a un año, 13,8 % para las letras a seis meses y 14 % para las letras a tres meses. A lo largo del mes de octubre este panorama cambió sustancialmente. El día 8 tuvo lugar una subasta de letras a un año, en la que el marginal aumentó en 51 puntos básicos respecto a la precedente, y se alcanzó una emisión neta positiva, por primera vez en los últimos meses. En la subasta del día 23 de octubre hubo un gran volumen de peticiones, que permitió al Tesoro colocar holgadamente 626 mm, repitiendo el marginal del día 9. Por otro lado, la reanudación de las emisiones de letras a tres meses ha facilitado al Tesoro la colocación en este mes de 550 mm, entre las dos subastas celebradas los días 16 y 28 de octubre, así como el recorte del tipo marginal desde el 14,03 al 13,40 % en la última de ellas. En el tramo de seis meses, las colocaciones han sido inferiores, pero también se ha rebajado el tipo marginal 40 puntos básicos, entre la subasta del día 16 y la del día 28.

Al igual que en los mercados monetarios y de deuda, el desarrollo de los mercados de valores privados españoles, a lo largo del tercer trimestre de 1992, ha estado marcado por las convulsiones de los mercados internacionales, que han tenido su reflejo más directo en un aumento de la variabilidad de los precios y una contracción de las cotizaciones y del volumen de negocio. Las colocaciones de valores privados, tanto a corto como a medio y largo plazo, se han visto sustancialmente reducidas, a pesar de que los tipos se han elevado considerablemente: al plazo de un año, los tipos de emisión de los pagarés de empresa se sitúan por encima del 14 %. En los mercados secundarios, debe destacarse la caída de la Bolsa, especialmente manifiesta a partir del día 24 de septiembre. Cabe destacar el derrumbe de las cotizaciones ese mismo día (con una caída de 7 puntos en esta sesión y la ruptura del nivel 200 del índice general de la Bolsa de Madrid), que supuso el inicio de una corriente fuertemente bajista, inducida, en buena parte, por las ventas de inversores no residentes.

Como resultado de todo ello, la Bolsa de Madrid, después de experimentar en el período julio-septiembre un descenso del 19 % de su índice general, y una caída de más del 25 % de la contratación en el mercado continuo respecto al mismo período del año anterior, ha evolucionado durante la primera mitad de

octubre en la banda del 190-192, con un volumen de negocio en torno a los 10 mm diarios, esto es, algo más elevado que la media del tercer trimestre, pero en cifras todavía muy reducidas. En la segunda parte del mes, se ha registrado una cierta recuperación de las cotizaciones, que han colocado el índice por encima del 200, en un clima de menores tensiones cambiarias y de expectativas de descenso de los tipos de interés alemanes.

La instrumentación de la política monetaria, a lo largo de un período tan complejo como éste, ha estado principalmente condicionada por la evolución de los mercados cambiarios. A partir de la celebración del referéndum danés, la posición de la peseta tendió a debilitarse (principalmente, a consecuencia de la evolución descendente de la libra esterlina, que se situaba en una posición extrema en relación con la peseta). En este período, el Banco de España elevó en 60 puntos básicos el tipo de intervención, el día 24 de julio, siguiendo la subida del tipo de descuento del Bundesbank, del día 16, a pesar de que, en ese momento, la peseta era la divisa más fuerte del sistema y se encontraba próxima a su límite máximo de apreciación con respecto a la libra esterlina. En estas condiciones, el fortalecimiento del marco tendió a llevar a la peseta hacia la paridad central con esta divisa, situación en la que se encontraba cuando, a mediados de septiembre, se desencadenó la crisis del sistema, a consecuencia de un conjunto complejo de factores, entre los que cabe aquí destacar la incertidumbre creciente acerca del resultado del referéndum francés.

Las divisas correspondientes a los países con mayores desequilibrios se vieron sujetas a fortísimas tendencias depreciatorias, especialmente centradas en la lira y la libra, pero que también afectaron a la peseta. A lo largo del período de más fuertes turbulencias cambiarias, el Banco de España optó por no elevar los tipos de interés y por intervenciones de cuantía relativamente moderada, en comparación con las efectuadas por otros bancos centrales. Esta actuación estuvo determinada por la apreciación clara de que elevaciones de magnitud *convencional* de los tipos de interés eran inútiles para contrarrestar el volumen de las operaciones que se cruzaban en los mercados de divisas, movidas por expectativas de modificaciones sustanciales en los tipos de cambio, en un entorno de absoluta libertad de movimientos de capitales. En contrapartida, se optó por el mantenimiento de los tipos y por promover una depreciación moderada de la paridad central de la peseta, que permitiera la recuperación de parte de la competitividad cedida en los últimos años y contribuyera a estabilizar el mecanismo de cambios. Dada la persistencia de las tensiones, que, ya con la libra y la lira fuera del sistema, se centraron en el franco francés y en la peseta, principalmente, las autoridades españolas reafirmaron su compromiso con el proceso de Unión Monetaria, estableciendo, con carácter transitorio, medidas extra-

ordinarias que desincentivaran las operaciones especulativas en los mercados de cambios. Dichas medidas fueron posteriormente suavizadas, a la vista de la disminución de las tensiones cambiarias.

La peseta, desde entonces, se ha mantenido en la parte baja de su nueva banda de fluctuación, en un clima en el que las tensiones cambiarias del SME han remitido considerablemente, si bien no se ha alcanzado una solución a los problemas que han aparecido en el funcionamiento del mecanismo de cambios, que permita recuperar la credibilidad perdida y facilite la reincorporación de las divisas excluidas del mismo. La reciente suavización de la política monetaria alemana tiende a facilitar, no obstante, la trayectoria hacia una nueva fase de estabilidad del mecanismo de cambios.

31-X-1992.

El mercado de divisas en España, en 1992

Este artículo ha sido elaborado por José Luis Alzola y Carmen Pérez, del Departamento Internacional.

1. INTRODUCCION

Este trabajo tiene como objetivo presentar los resultados de una encuesta, realizada entre un amplio grupo de intermediarios financieros españoles, sobre el volumen y la composición del mercado de divisas en España. Esta encuesta forma parte de un estudio más extenso, llevado a cabo en 26 países y centros financieros del mundo, y coordinado por el Banco de Pagos Internacionales de Basilea, con la finalidad de estimar el volumen total del mercado mundial de divisas.

De acuerdo con los criterios elegidos, el mercado de divisas en España se define como aquel en el que se realizan las transacciones de compraventa de divisas, bien sea contra pesetas, bien contra otras divisas, por parte de los residentes españoles, tanto entre sí como con no residentes. Por consiguiente, no se incluyen las transacciones que se realizan en divisas contra pesetas entre dos agentes no residentes, ni las transacciones en divisas entre no residentes intermediadas por *brokers* españoles. Además, la definición se refiere únicamente a operaciones de compraventa de divisas, y excluye, por tanto, las operaciones de toma y colocación de fondos en moneda extranjera por parte de residentes españoles.

El Banco de España efectuó en 1989 un análisis similar, aunque menos detallado (1), por lo que, en este artículo, se presenta también una comparación entre los resultados de ambos.

1.1. Las fuentes de datos

Los datos utilizados en el estudio han sido las respuestas enviadas por 54 entidades registradas (bancos, cajas de ahorro y sucursales en España de bancos extranjeros) a un cuestionario remitido por el Banco de España sobre sus operaciones en divisas durante el mes de abril de 1992. En los datos no se consideran las sucursales en el extranjero de bancos españoles.

El colectivo elegido participa en la práctica totalidad de las operaciones en divisas intermediadas a través del sistema financiero español. A partir de la entrada en vigor, en febrero de 1992, del Real Decreto 1816/1991, sobre Transacciones Económicas con el Exterior, y de las demás disposiciones complementarias, que liberalizan completamente los movimientos de capital, los residentes españoles no están obligados, al contrario de lo que ocurría en la legislación anterior, a efectuar sus operaciones en divisas a través de intermediarios financieros españoles autorizados

(1) Véase Alzola, J. L., *Boletín Económico*, septiembre 1989.

expresamente para ello por el Banco de España. Sin embargo, dado el papel preponderante que los intermediarios financieros desempeñan en el sistema de pagos de una economía (y, por tanto, también en las transacciones en divisas) y dada la escasa utilización que hacen actualmente los residentes españoles de bancos y otros intermediarios financieros no residentes, se puede afirmar que esta fuente estadística cubre virtualmente el conjunto del mercado español de divisas.

Los datos anteriores se han complementado con los que el Banco de España recibe mensualmente sobre las transacciones en divisas intermediadas por los *brokers* establecidos en España. En abril de 1992 había 15 *brokers* de divisas funcionando en nuestro país.

1.2. Características del estudio

La encuesta que sirve de base a este estudio consta de un cuestionario detallado sobre las operaciones en divisas de los intermediarios financieros españoles. Ello ha permitido estimar no sólo el volumen negociado en el mercado español de divisas, sino también su clasificación, con arreglo a tres criterios:

- a) Por monedas: las transacciones se han dividido entre las realizadas en divisas contra pesetas y las realizadas en divisas contra divisas. Dentro de cada una de ellas, se ha solicitado, además, información sobre las divisas más habitualmente cotizadas en el mercado.
- b) Por tipos de transacción: las compraventas de divisas se han clasificado en transacciones:
 - De contado: aquellas cuya fecha-valor, es decir, cuya liquidación es de dos días hábiles después de la fecha de contratación. Por extensión, se incluyen las transacciones, menos frecuentes, con fecha-valor mismo día o al día siguiente de su contratación.
 - De plazo: aquellas cuya fecha-valor es de más de dos días hábiles después del día de la contratación. A su vez, las transacciones de plazo se dividen en transacciones a plazo directas o *outright* (aquellas que consisten en la compra o venta simple de divisas para entrega a una fecha futura, y que son usadas, generalmente, por las empresas no financieras como seguro de cambio) y transacciones *swap* (aquellas que consisten en la compra o venta de divisas a plazo y su simultánea venta o compra al contado, y que son utilizadas, generalmente, por bancos y cajas para la financiación y colocación, respectivamente, de defectos y excesos de tesorería en divisas diferentes). Por extensión, las transacciones

denominadas *tom-next* (aquellas *swaps* cuya primera parte tiene valor de día hábil siguiente y cuya segunda parte es una operación de contado) se incluyen también en los resultados correspondientes al mercado de *swaps*. También en esta categoría se consignan las transacciones denominadas *forward-forward* (aquellas que consisten en la compra o venta de divisas a plazo y su simultánea venta o compra a un plazo diferente, y que suponen, al igual que un *swap*, una toma y colocación de fondos en dos divisas diferentes, aunque diferidas hasta el vencimiento del plazo más cercano de la operación).

En el cálculo del volumen del mercado, las transacciones *swap* se computan como una sola operación, aun cuando se trata de una transacción doble o simultánea.

- De futuros: aquellas transacciones a plazo directas que se contratan de forma estandarizada en mercados organizados. Las operaciones de contado y de plazo a que se refieren los párrafos anteriores se contratan siempre en mercados no organizados.
 - De opciones: aquellas transacciones en las cuales el titular (comprador) adquiere el derecho, aunque no la obligación, de efectuar una compra o venta de una divisa contra otra al emisor (vendedor). Las opciones se contratan tanto en mercados organizados como en mercados no organizados.
- c) Por contrapartidas: las transacciones se han dividido entre las realizadas por los intermediarios financieros españoles con su clientela no bancaria residente y no residente (exportadores, importadores, etc.) y las realizadas por los intermediarios financieros españoles entre sí o con bancos no residentes (el denominado «mercado interbancario»). Dentro del interbancario, se computan las transacciones efectuadas por el Banco de España, en la medida en que actúa en el mercado con sus operaciones de intervención. Sin embargo, las transacciones que pueda realizar el Banco de España por cuenta de sus clientes (sector público y otros bancos centrales, fundamentalmente) o por cuenta propia (derivadas de la gestión de las reservas exteriores) se excluyen expresamente del volumen total del mercado.

2. RESULTADOS

2.1. Volumen del mercado

Para el mes de abril de 1992, se ha estimado un volumen medio diario de negociación en el mercado español de divisas de unos 12.500 millones de dóla-

res, de los cuales 8.900 millones corresponden a transacciones de divisas contra pesetas y el resto, 3.600 millones, a transacciones de divisas contra divisas. Esta cifra supone un fuerte crecimiento con respecto a la estimada para abril de 1989, que era de 4.500 millones de dólares (3.400 millones en divisas contra pesetas y 1.100 millones en divisas contra divisas). Este importante crecimiento en el volumen de negocio ha venido determinado, fundamentalmente, por la progresiva liberalización de los movimientos de capital con el exterior en los últimos años y por la creciente implicación de inversores e intermediarios financieros no residentes en los mercados españoles, tanto en los de renta variable como en los de renta fija, o en el propio mercado de cambios de la peseta.

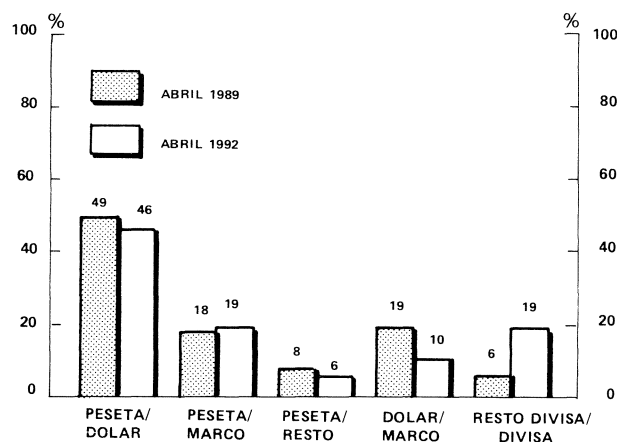
Las cantidades estimadas en el párrafo anterior se expresan en términos netos, esto es, una vez realizados los ajustes necesarios para evitar la doble contabilización que se produce en aquellas transacciones realizadas entre dos bancos participantes en la encuesta. Las transacciones realizadas entre un banco participante en la encuesta y un cliente residente o entre un banco participante en la encuesta y un no residente no requieren ningún ajuste, puesto que se han informado una sola vez. Nótese, por otra parte, que para calcular el volumen del mercado mundial de divisas no basta con sumar las cantidades informadas por cada uno de los 26 centros contratantes, sino que habrá que realizar un nuevo ajuste, derivado de la doble contabilización de las transacciones realizadas entre dos bancos de diferentes centros, participantes ambos en la encuesta de su respectivo país.

2.2. Composición del mercado

2.2.1. Composición por monedas

El gráfico 1 recoge la clasificación del mercado español de divisas por monedas y su comparación con los resultados de abril de 1989.

1. Transacciones totales por monedas



Fuente: Banco de España.

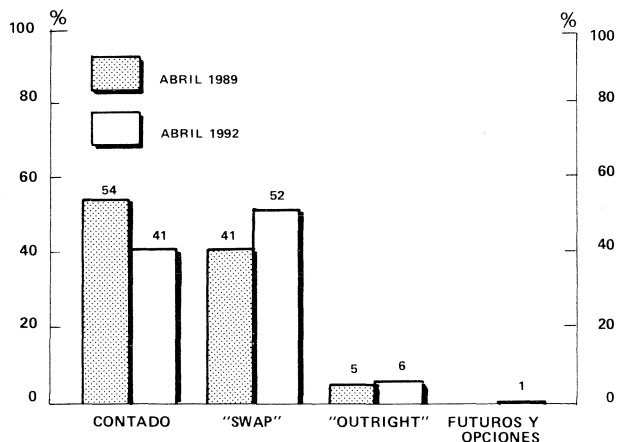
Las transacciones de divisas contra pesetas representan el 71 % del mercado total, frente al 75 % de hace tres años. De entre ellas, la mayoría sigue realizándose en dólares contra pesetas, seguidas a cierta distancia de las efectuadas en marcos contra pesetas. El resto de las divisas contra pesetas es una parte muy pequeña del mercado y se concentra en las monedas más utilizadas por los exportadores e importadores españoles (el franco francés y la libra esterlina, además del dólar y del marco), y, esporádicamente, en monedas propicias para el negocio interbancario por circunstancias excepcionales (por ejemplo, por su posición extrema frente a la peseta en la banda de fluctuación del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo). Así, en abril de 1992, la peseta se encontraba cerca de su límite de máxima apreciación frente a la libra esterlina, lo que generó un aumento del volumen de contratación entre estas dos monedas.

Las transacciones de divisas contra divisas representan el 29 % del mercado total, frente al 25 % de hace tres años. Este aumento supone una cierta diversificación del negocio de las entidades financieras españolas, que reducen su concentración en el mercado de la peseta y se adentran, aunque tímidamente, en otras divisas. Esta diversificación y la consiguiente penetración de los bancos españoles en los mercados de otras divisas son, sin embargo, relativamente reducidas en comparación con otros países y centros financieros de nuestro entorno. Debe tenerse en cuenta, a este respecto, que el negocio en dólares contra marcos viene, en gran medida, inducido por el hecho de que, como se verá más adelante, la mayor parte de los *swaps* se contratan en dólares contra pesetas, siendo así que las posiciones de contado que los bancos españoles mantienen contra pesetas se denominan, generalmente, en marcos, al ser esta última la divisa de referencia del Sistema Monetario Europeo y de gran parte de las operaciones de intervención del Banco de España. Esto obliga a las entidades españolas a efectuar conversiones frecuentes de dólares contra marcos. Además, en abril de 1992, varias divisas pertenecientes al Sistema Monetario Europeo experimentaron un período de fuerte volatilidad frente al marco alemán, como consecuencia de las incertidumbres generadas por diversos procesos electorales y políticos (casos de la libra esterlina, la lira italiana y el franco francés) y de su incorporación al mecanismo de cambios (caso del escudo portugués). Ello ha debido influir, con toda probabilidad, en el aumento de la contratación de estas divisas frente al marco y frente a otras monedas más estables del Sistema Monetario Europeo en dicho mes.

2.2.2. Composición por tipos de transacciones

Los gráficos 2 y 3 muestran la clasificación del mercado español de divisas por tipos de transacciones y su comparación con los resultados de abril de 1989.

2. Transacciones de divisas contra pesetas por tipos de operación

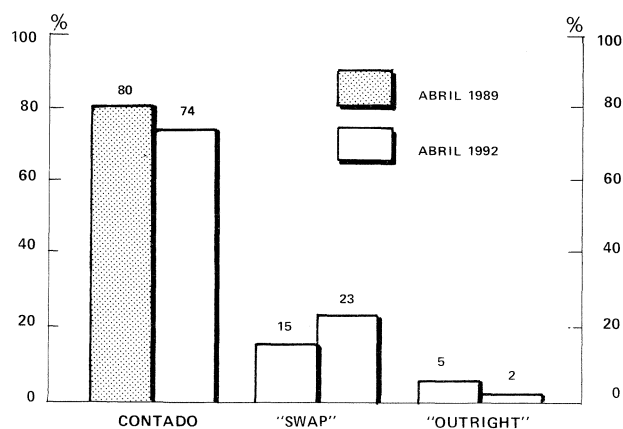


Fuente: Banco de España.

El grueso de las operaciones se efectúa al contado o en forma de *swaps* (94 % en abril de 1992), al igual que hace tres años (95 % en abril de 1989). Las transacciones a plazo directas o *outright* se reducen, casi en su totalidad, a operaciones de seguro de cambio por parte de los clientes no bancarios de los intermediarios financieros (exportadores, importadores, etc.). Por otro lado, las transacciones de futuros y de opciones —contratos de introducción muy reciente en España— constituyen una parte ínfima del total del mercado. Esta distribución, sin embargo, no es sustancialmente diferente de la que se observa en los mercados de divisas de los países de nuestro entorno.

En las transacciones de divisas contra pesetas (gráfico 2), se ha experimentado un fuerte crecimiento de las operaciones *swap*, frente a las transacciones de contado. Esto es debido a la creciente utilización de este instrumento por parte de inversores y bancos no residentes para financiar o colocar temporalmente sus posiciones en pesetas en el mercado de cambios (ya que el *swap* es, para dichos agentes, una vía alternativa a la toma o a la colocación de un eurodepósito en pesetas), o para financiar o cubrir el riesgo de cambio de sus posiciones en títulos de renta fija y variable denominados en nuestra moneda. Aproximadamente la mitad de estos *swaps* se contrata a muy corto plazo (hasta siete días), puesto que los intermediarios financieros tienden a refinanciar o recolocar sus defectos o excesos de tesorería con carácter diario (en operaciones *tom-next*). Sin embargo, en los últimos años se ha observado un crecimiento intenso de los *swaps* a plazos más elevados (aunque menores a un año), asociados, probablemente, a posiciones en renta fija y variable de inversores internacionales que se han ido introduciendo progresivamente en los mercados financieros españoles. Una pequeña parte del total (3 %, aproximadamente) se realiza a más de un año, y suele estar relacionada con emisiones de títulos de renta fija en pesetas en España por

3. Transacciones de divisas contra divisas por tipos de operación



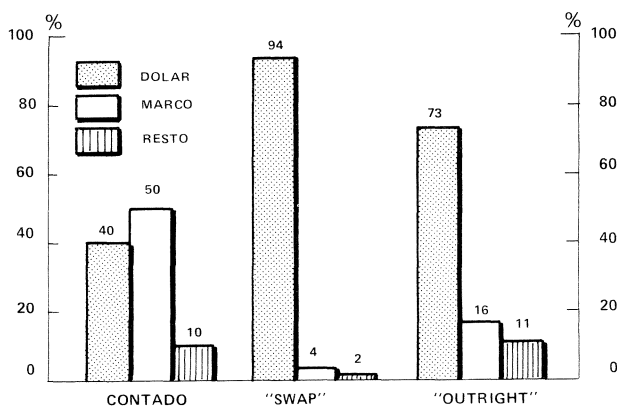
Fuente: Banco de España.

parte de no residentes (los denominados bonos *matador*), y a préstamos multidivisa a medio y largo plazo tomados por empresas españolas.

El gráfico 4 presenta la distribución del mercado español de divisas por monedas, según cada tipo de transacción. Así, se observa que, en el mercado de *swaps*, el dólar es la moneda que actúa casi siempre como vehículo de contratación, bien contra pesetas, bien contra otras divisas. Ello es también práctica frecuente en otros países y responde al papel tradicional de la divisa estadounidense como moneda de canalización de las transacciones comerciales y financieras internacionales.

Esta preponderancia del dólar ha ido, sin embargo, decreciendo paulatinamente en los últimos años, especialmente en Europa, a medida que se ha ido consolidando el Sistema Monetario Europeo y se ha progresado en la integración económica y financiera en la CEE. Con ello, se han desarrollado mercados de

4. Distribución por divisas en cada tipo de operación



Fuente: Banco de España.

contado de varias divisas nacionales directamente contra el marco, al ser ésta la moneda de referencia en Europa, gracias al potencial de su economía y a la tradición de estabilidad en su valor. Esto se ha manifestado también en España, de forma que el marco es ya en 1992 la divisa más importante en las operaciones de contado, habiendo superado al dólar en los últimos años.

Por otro lado, se observa que las operaciones a plazo directas se efectúan mayoritariamente en dólares. Ello responde, sin duda, a la mayor necesidad de cobertura de los riesgos de cambio denominados en dólares, de exportadores e importadores, dada la alta volatilidad del tipo de cambio de esta moneda. La relativa estabilidad de la peseta frente al marco y a otras divisas europeas, facilitada por la incorporación de nuestra moneda al mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo, en junio de 1989, reduce, en general, la necesidad de cobertura en las divisas europeas, aun cuando una buena parte de nuestro comercio internacional se denomina en ellas.

2.2.3. Composición por contrapartidas

Los gráficos 5 y 6 recogen la distribución del mercado español de divisas por contrapartidas.

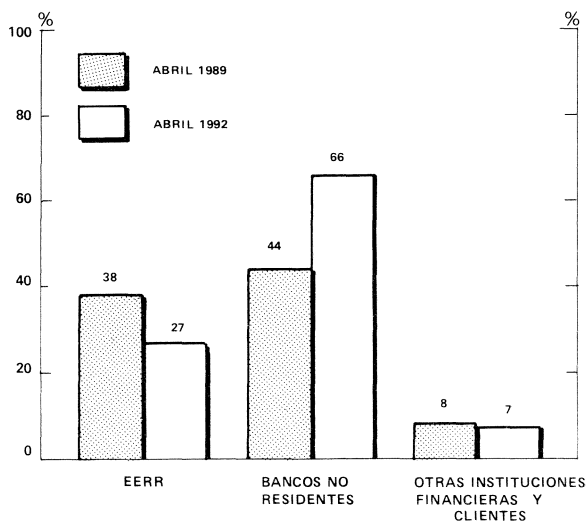
Las transacciones efectuadas por los bancos y cajas participantes en la encuesta (denominados en los gráficos *entidades registradas*) con su clientela no bancaria y con otras instituciones financieras no participantes en la encuesta son una parte pequeña del volumen total del mercado: alrededor del 8 %. Ello es así, a pesar de que las operaciones de la clientela fi-

nal son el origen y la razón de ser del mercado de divisas. Este mercado surge, precisamente, por la necesidad de proveer la liquidez suficiente para realizar los pagos internacionales de bienes, servicios y activos financieros a los clientes de las entidades financieras.

El resto de las transacciones, es decir, las efectuadas entre dos entidades registradas y las realizadas entre una entidad registrada y un banco no residente, constituye el mercado interbancario, que representa, por tanto, el 92 % del total, frente al 82 % que suponía en 1989. Esta distribución es similar a la que se encuentra en otros países y centros financieros de nuestro entorno, y revela la preeminencia del negocio interbancario en el mercado de divisas. El mercado interbancario es el resultado de las operaciones de cobertura que los bancos efectúan entre sí por operaciones originadas por su clientela y de las operaciones que los bancos efectúan por cuenta propia, bien como resultado de sus decisiones de inversión y financiación en divisas, bien por su presencia continuada en la negociación, como creadores de mercado a través de sus salas de tesorería.

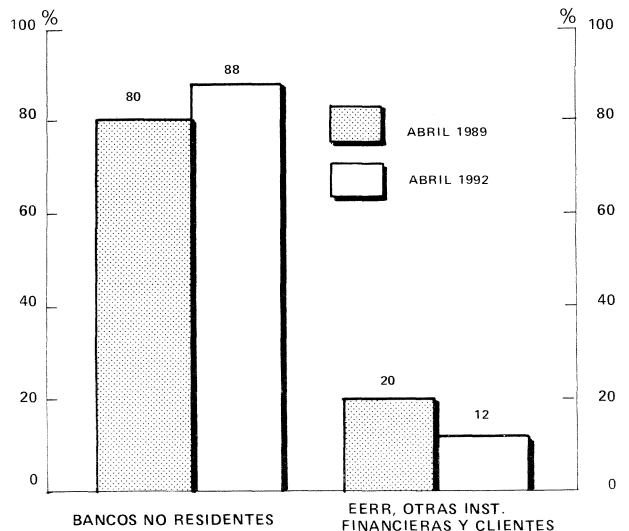
Los datos que se presentan en ambos gráficos revelan también el fuerte crecimiento de la participación de los bancos no residentes en el mercado español de divisas. Esto confirma que el intenso aumento del volumen total del mercado experimentado en los últimos años ha tenido su origen en la mayor implicación de los no residentes en el mercado de la peseta y, en general, en los mercados financieros españoles, y, sólo en menor medida, ha sido el resultado de la diversificación internacional de los bancos españoles.

5. Transacciones de divisas contra pesetas por contrapartidas



Fuente: Banco de España.

6. Transacciones de divisas contra divisas por contrapartidas



Fuente: Banco de España.

El gráfico 6 muestra, además, que el grueso del negocio de divisas contra divisas que efectúan las entidades registradas tiene como contrapartida a bancos no residentes. Con ello, se confirma también que los pocos bancos españoles que han diversificado su actividad en varias divisas (y que no se han concentrado solamente en el mercado de la peseta) han de acudir a los mercados de otros países para desarrollar gran parte de sus operaciones, al no haber en España un volumen suficiente de contratación en divisas contra divisas.

2.3. Concentración del mercado

El mercado español de divisas se caracteriza por un alto grado de concentración, a tenor de los datos enviados por los bancos participantes en la encuesta. Existe un primer grupo de cuatro entidades muy activas en el mercado, cuya cuota conjunta era del 44 % en abril de 1992. Un segundo grupo de entidades relativamente activas en el mercado, formado por otras cuatro instituciones, representaba un 22 % adicional de cuota de mercado en dicho mes. El 34 % restante se repartía, desigualmente, entre las otras 46 entidades participantes en la encuesta.

El número de bancos y cajas activos en el mercado de divisas, es decir, aquellos que podemos denominar como creadores de mercado, es muy reducido en España. Ello ha suscitado, en ocasiones, dudas entre los participantes en el mercado acerca de la liquidez existente en el mismo, lo que contrasta con el fuerte crecimiento del volumen de negocio experimentado en los últimos años. Esto no hace sino subrayar el hecho de que dicho aumento del volumen de nuestro mercado de divisas es el resultado de la creciente incorporación de los no residentes a los mercados españoles.

2.4. Tamaño medio por operación

Los datos proporcionados por los *brokers* establecidos en España, a los que se hará referencia en el epígrafe siguiente, permiten estimar el tamaño medio de cada transacción. Así, se observa un crecimiento del volumen medio por operación, paralelo al del volumen total del mercado. En el mercado de contado, el tamaño medio por operación era de cinco millones de dólares en abril de 1991 (frente a 2,9 millones en 1989), mientras que, en el mercado de *swaps*, el tamaño medio se elevaba a 23,7 millones de dólares (frente a siete millones en 1989).

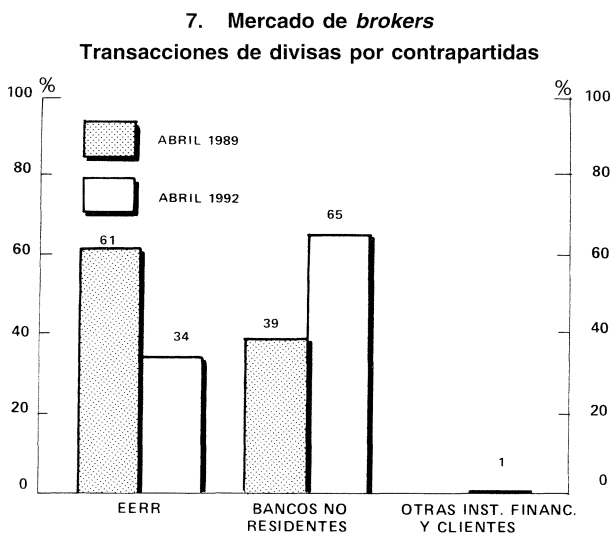
3. EL MERCADO DE LOS *BROKERS*

Los *brokers* son entidades que actúan como intermediarias entre los demandantes y los oferentes del mercado de divisas. Estas entidades no actúan por cuenta propia, sino que ponen en contacto a dos par-

ticipantes en el mercado y cierran transacciones entre ellos.

Los *brokers* del mercado español de divisas desarrollan su actividad, casi totalmente, en el mercado interbancario. Los bancos, a veces, encuentran conveniente operar a través de estos intermediarios, a cambio de una comisión, por razones de rapidez en la ejecución (ya que los *brokers* concentran las ofertas y demandas de un buen número de participantes en el mercado) y de confidencialidad (que se mantiene hasta el cierre de la operación). Los clientes no bancarios raras veces utilizan los servicios de un *broker*, pues acuden directamente a su banco.

De acuerdo con los datos remitidos por los bancos y cajas participantes en la encuesta, el volumen de transacciones intermediadas por los *brokers* representó el 37 % del volumen total del mercado en abril de 1992. En relación únicamente con el volumen del negocio interbancario, que es, en la práctica, el mercado potencial para los *brokers*, dicha participación asciende al 40 %. Esto representa, sin embargo, un descenso sensible de la cuota de mercado de estas entidades, con respecto a abril de 1989, ya que en este mes la cuota de los *brokers* era del 43 % en el mercado total y del 52 % en el mercado interbancario. Por tanto, se observa un cierto desplazamiento de la operatoria de los bancos españoles desde su intermediación por *brokers* hacia sistemas de contratación directa y, en especial, hacia sistemas de contratación automática (esto es, por conexión directa de terminales entre las salas de cambio). El gráfico 7 muestra cómo, al contrario de lo que ocurría hace tres años, la mayor parte del negocio de intermediación se produce en transacciones entre una entidad registrada y un banco no residente, comportamiento que replica el del mercado interbancario en su conjunto. Asimismo, la composición del volumen de negocio de los *brokers*, por monedas y por tipos de transacción, es muy similar a la del total del mercado.



De los datos enviados directamente al Banco de España por los 15 *brokers* establecidos en España en abril de 1992, se deduce que su cuota de mercado era del 30 % del total del volumen del mercado. Esto supone que en los últimos años se ha producido una incipiente, pero significativa, penetración de *brokers* establecidos en el extranjero dentro del mercado español de divisas, y que, en abril de 1992, se podía estimar en el 7 % del volumen total. Ello significa, por tanto, que los *brokers* establecidos en España han perdido cuota de mercado, por dos motivos: en primer lugar, por el menor uso relativo que hacen los bancos españoles de los servicios de un *broker*; y, en segundo lugar, por la creciente competencia directa desde el extranjero de *brokers* instalados en otros países, competencia que en 1989 no existía.

20-X-1992.

Regulación financiera: tercer trimestre de 1992

A lo largo del tercer trimestre de 1992 se han promulgado menos disposiciones de carácter financiero que en los tres meses anteriores. Las de mayor repercusión se relacionan con la reciente evolución de la coyuntura monetaria exterior, caracterizada por la presencia de fuertes movimientos especulativos y por una alta variabilidad de los tipos de cambio de las monedas integradas en el Sistema Monetario Europeo (SME), a raíz de las incertidumbres surgidas en torno a su futuro. La peseta fue una de las monedas del Sistema que soportó fuertes presiones devaluatorias, lo que hizo necesario adoptar, en el mes de septiembre, medidas urgentes que, con carácter extraordinario y transitorio, desincentivaran los movimientos especulativos.

En el campo de las disposiciones ordinarias relacionadas con las operaciones exteriores, y tras la liberalización de las mismas en febrero de este año, se han especificado el procedimiento y la frecuencia de la información que las entidades registradas han de facilitar al Banco de España sobre los cobros, pagos y transferencias exteriores.

Por lo que se refiere a las entidades de crédito, se han publicado dos normativas: una, flexibilizando los criterios de contabilización de la caída de los precios de mercado de los valores de renta fija en sus cuentas de resultados, y la otra, adaptando las disposiciones del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, en materia de provisión por insolvencias, a las últimas normas de contabilidad establecidas por el Banco de España para estas entidades.

En el ámbito de la deuda pública, cabe reseñar tres novedades. En primer lugar, el inicio de la emisión de letras del Tesoro a seis meses, mediante subasta pública; en segundo lugar, la modificación de la fecha de la resolución de las subastas de las letras del Tesoro, permitiendo que éstas se realicen el mismo día en el que los titulares de cuentas han de presentar sus peticiones en la Central de Anotaciones; y, por último, la posibilidad de presentar peticiones no competitivas en las subastas de bonos y obligaciones del Estado, con la correspondiente desaparición de los períodos de suscripción posteriores a las mismas.

En lo relativo a las instituciones de inversión colectiva, se han desarrollado diversos aspectos de su Reglamento, que tratan de concretar las funciones de los depositarios de las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV) y de los fondos de inversión. Asimismo, se han ampliado las posibilidades para rentabilizar los recursos inmovilizados por el coeficiente de liquidez, y se ha actualizado el régimen de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las participaciones significativas en estas instituciones.

Respecto a la normativa comunitaria, cabe destacar la publicación de la Tercera Directiva de seguros

distintos del seguro de vida, con la que se culmina la creación del mercado interior comunitario para este tipo de operaciones. Esta directiva permite a los aseguradores operar en esta actividad en todos los países de la Comunidad, con una sola autorización administrativa, y, además, aplica el principio de control y supervisión de las empresas de seguro por el Estado miembro de origen.

Finalmente, cabe reseñar que, por primera vez, se incluyen en este artículo breves referencias de las disposiciones más sobresalientes de la normativa financiera de las Comunidades Autónomas, destacando en este trimestre la actualización de la regulación de los órganos de gobierno de las cajas de ahorro con domicilio social en la Comunidad de Madrid.

1. ENTIDADES REGISTRADAS: DEPOSITOS OBLIGATORIOS Y COEFICIENTE DE CAJA

Durante el tercer trimestre, y especialmente desde la segunda quincena del mes de septiembre, la evolución de la coyuntura monetaria exterior se caracterizó por una fuerte inestabilidad en los tipos de cambio y un profundo desorden en los mercados de la mayoría de las monedas integradas en el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo.

Esta situación —continuada después de dos realineamientos de las paridades centrales del Sistema, y que se saldaron con una devaluación de la peseta y con un abandono temporal del SME por parte de la libra y de la libra— aconsejó establecer con urgencia medidas excepcionales, de carácter transitorio, orientadas a recuperar la estabilidad de la moneda española y a limitar la especulación desatada contra ella en el mercado de divisas.

Estas medidas no pretenden prohibir la realización de operaciones con el exterior, ni requieren una autorización administrativa, sino que van dirigidas a encarecer el endeudamiento a corto plazo en pesetas en los mercados de divisas, bien en préstamos bien en depósitos, con el fin de reducir las tensiones cambiarias.

El carácter transitorio de las medidas quedó patente por la suavización de las mismas, una vez superado el período de mayor inestabilidad. Así, las medidas adoptadas en los primeros momentos por la CBE 16/1992, de 22 de septiembre, fueron muy pronto flexibilizadas con la publicación de la CBE 17/1992, de 2 de octubre, conforme los mercados dieron señales de una mayor normalidad. Complementariamente, el Banco de España solicitó la colaboración de las entidades registradas para superar el episodio de inestabilidad cambiaria.

La primera de las dos circulares citadas obligó a las entidades registradas —anteriormente, entidades delegadas— a que, a partir del 24 de septiembre,

constituyeran y mantuvieran en el Banco de España un depósito sin intereses, por el plazo de un año, de las siguientes operaciones: a) el 100 % del contravalor en pesetas del incremento que se registrase en la suma de las posiciones divisa/peseta largas o acreedoras valor vencido, valor un día o valor dos días, respecto al cierre de operaciones del 22 de septiembre, y b) el 100 % del incremento, respecto al día 22, de sus saldos activos por operaciones de préstamo o depósito a no residentes cifrados en pesetas. De este incremento, y previa consulta con el Banco de España, las entidades registradas podían excluir los producidos por operaciones de financiación de exportaciones españolas. En ambos casos, el cómputo se establecía en base consolidada (negocios en España y en el extranjero).

Adicionalmente, la referida circular incluyó una modificación parcial del coeficiente de caja, penalizando a las entidades de crédito que contratasen depósitos en pesetas con entidades del mismo grupo radicadas en el extranjero. En este sentido, se impuso un coeficiente de caja del 100 % al incremento, sobre el nivel alcanzado el día 22 de septiembre, de los pasivos en pesetas contraídos por las entidades de crédito españolas con sus sucursales y filiales en el extranjero, así como por las sucursales y filiales de entidades de crédito extranjeras con sus matrices extranjeras o con otras entidades extranjeras de su mismo grupo, sin tener en cuenta las disminuciones sobre dicho nivel. Para el resto de los pasivos computables, se siguió manteniendo el nivel del 4,5 % fijado en la CBE 6/1992, de 28 de febrero (1). En todo caso, los activos de cobertura exigibles no podían superar el límite del 7 % del conjunto de los pasivos computables.

Posteriormente, el Banco de España procedió a suavizar esas medidas con la promulgación de la CBE 17/1992, de 2 de octubre, que entró en vigor el día 5 de ese mes.

Esta circular, que deroga la anterior CBE 16/1992, obliga a bancos y cajas de ahorro (2) a mantener un depósito obligatorio sin intereses en el Banco de España, correspondiente al 100 % del contravalor en pesetas de cada una de las siguientes operaciones: a) las ventas de pesetas contra divisas a no residentes con valor mismo día; b) el incremento de las ventas netas de pesetas contra divisas a no residentes, concertadas con valor un día, respecto al importe neto vendedor de pesetas contra divisas a no residentes, con valor un día, concertadas el día anterior al de entrada en vigor de la circular, y c) el incremento en la posición de ventas de divisas a plazo contra pesetas

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1992», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1992, págs. 66 y 67.

(2) Nótese que el ámbito institucional de aplicación de esta circular es más restringido que el de la CBE/16, que afectaba al conjunto de las entidades registradas.

a no residentes, tanto a través del mercado a plazo como a través de mercados derivados —futuros y opciones—, respecto a la posición de divisas vendidas a plazo contra pesetas a no residentes del día anterior al de entrada en vigor de la circular.

El plazo de constitución de los depósitos obligatorios será establecido por el Banco de España semanalmente, quedando fijado inicialmente en un año, para ser después reducido a seis meses.

Con respecto al coeficiente de caja, una vez desaparecidas las causas que condujeron a su modificación parcial, la CBE 17/1992 lo restablece a su nivel anterior del 4,5 % para todos los pasivos computables, sin distinción.

Por último, complementando las medidas incluidas en la circular, el Banco de España ha solicitado la colaboración de las entidades de crédito, recomendándoles que eviten realizar operaciones que den lugar a un incremento en sus saldos activos en pesetas frente a no residentes, y que procuren no efectuar operaciones de suministro de fondos en pesetas con sus sucursales o matrices en el extranjero que impliquen un aumento de la posición larga en divisas de sus negocios en España. Quedan al margen de estas recomendaciones los préstamos ordinarios de carácter comercial o hipotecario y las operaciones dobles de deuda pública.

2. NORMAS PARA LA COMUNICACION AL BANCO DE ESPAÑA DE LAS OPERACIONES ENTRE RESIDENTES Y NO RESIDENTES

El RD 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre transacciones económicas con el exterior (3), liberalizó plenamente los actos, negocios, transacciones y operaciones de cualquier clase que impliquen cobros y pagos entre residentes y no residentes. No obstante, mantuvo los mecanismos de información y comunicación que deberían permitir el conocimiento estadístico de tales operaciones. Con este fin, sometió a los residentes a la obligación de declarar ciertos datos sobre los cobros, pagos y transferencias exteriores ante la entidad registrada con la que hiciesen la operación.

Desarrollando ese mandato, la Orden Ministerial del 27 de diciembre de 1991 dictó las normas de procedimiento relativas a la comunicación de dichos cobros, pagos y transferencias, imponiendo a las entidades registradas la obligación de facilitar al Banco de España la información que éste les requiera.

Con el fin de hacer operativo ese mandato, la orden encomendó al Banco de España la determinación del procedimiento y la frecuencia de la información re-

lativa a dichas operaciones, labor que se ha llevado a cabo mediante la CBE 15/1992, de 22 de julio, que entrará en vigor el próximo 1 de enero.

La circular establece dos regímenes subjetivos de comunicación: el correspondiente a las entidades registradas y el relativo a aquellas otras entidades de crédito y financieras, inscritas en los registros oficiales del Banco de España o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que realicen operaciones con el exterior.

Las primeras deberán presentar al Banco de España un estado, cada diez días, en el que se recojan: a) las existencias de moneda y billetes extranjeros con sus variaciones; b) los saldos y movimientos de las cuentas que estas entidades mantengan en entidades de crédito no residentes, y de las cuentas que las entidades de crédito no residentes y otros acreedores no residentes mantengan en ellas, que puedan utilizarse para realizar cobros, pagos y transferencias exteriores; c) aquellas otras operaciones, no incluidas entre las anteriores, que supongan una variación patrimonial frente a no residentes, y d) las transferencias y compensaciones interbancarias sobre cuentas de pesetas de no residentes por cuenta propia o de su clientela.

El otro grupo de entidades también deberá informar con la misma frecuencia al Banco de España de: a) los saldos y movimientos de cuentas abiertas en entidades de crédito no residentes para la realización de cobros, pagos y transferencias exteriores; b) las transacciones con el exterior por cuenta propia o por cuenta de su clientela, que den lugar a cobros, pagos o transferencias exteriores realizadas a través de bancos, cajas y cooperativas residentes, y c) aquellas otras operaciones que supongan variaciones patrimoniales frente a no residentes.

Respecto al contenido informativo de las comunicaciones que las entidades sometidas a esta circular deben rendir al Banco de España, se hace distinción entre las operaciones realizadas por cuenta de la clientela residente y las operaciones por cuenta propia.

En el primer caso, deberán comunicar de forma individualizada los cobros, pagos y transferencias entre residentes y no residentes de importe superior a 500.000 PTA. Por el contrario, cuando el importe no sea superior a 500.000 PTA, y siempre que no constituyan pagos fraccionados, las operaciones podrán comunicarse de forma refundida por cada moneda.

En el supuesto de las operaciones por cuenta propia con no residentes, se podrán comunicar de manera refundida por cada moneda y concepto las que sean de importe superior a 500.000 PTA, sin perjuicio de que conserven a disposición del Banco de España los datos que permitan conocer su distribución por

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1991», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1992, págs. 58 a 60.

países. Las de importe inferior a esa cantidad podrán comunicarse refundidas por cada moneda, siempre que no constituyan pagos fraccionados.

De todos modos, si, como consecuencia de la compensación de cobros y pagos, el importe del cobro, pago o transferencia exterior es el resultado líquido neto de varias transacciones, las entidades deberán comunicar el detalle de todas las operaciones originarias, en vez del importe neto.

El establecimiento de este nuevo procedimiento de control y comunicación ha determinado la derogación de diversas normas de procedimiento del régimen de control de cambios anterior al Real Decreto 1816/1991. Mediante una resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores, de 7 de enero de 1992, se declararon expresamente vigentes dichas normas, en tanto no se dictase una nueva normativa, requisito satisfecho con la referida circular 15/1992 del Banco de España.

Por ese motivo, una *Resolución de 22 de septiembre de 1992, de la Dirección General de Transacciones Exteriores*, ha dispuesto la derogación, a partir del 1 de enero de 1993, de las normas de procedimiento del anterior régimen de control de cambios, referentes a los cobros, pagos y transferencias con el exterior, que todavía estaban vigentes.

3. ENTIDADES DE CREDITO: SANEAMIENTO DE LA CARTERA DE RENTA FIJA

La evolución reciente de los mercados de valores de renta fija ha estado dominada por un proceso de ventas tan intenso que ha provocado una disminución sustancial del valor de mercado de las carteras de renta fija de los inversores.

En el caso concreto de las entidades de crédito, la reducción del valor de mercado de su cartera de renta fija plantea dos tipos de cuestiones: *a)* su efecto sobre la cuenta de resultados del período, y *b)* sus consecuencias sobre la suficiencia de los recursos propios mínimos.

Con el fin de suavizar el impacto negativo de aquellas minusvalías latentes sobre la cuenta de resultados del ejercicio, el Banco de España ha estimado conveniente facilitar su periodificación contable intertrimestral, con objeto de diluir aquel impacto a lo largo del plazo de vida residual de los valores afectados.

En segundo término, por razones evidentes de prudencia, el Banco de España ha procedido a corregir el efecto que se pudiera derivar de la anterior medida sobre la suficiencia de los recursos propios de las entidades de crédito, particularmente en un año en el que su cuenta de resultados está soportando un

sustancial aumento de otras dotaciones a fondos específicos.

Por ello, conjugando ambas exigencias, el Banco de España ha promulgado la *CBE 18/1992, de 16 de octubre*, sobre saneamiento de la cartera de renta fija de las entidades de crédito, en la que se establece que la dotación trimestral por saneamiento de la cartera de valores de renta fija, a que vienen obligadas por la CBE 4/1991, de 14 de junio, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros (4), puede realizarse parcialmente con cargo a la cuenta de «Pérdidas y Ganancias», y el resto, hasta cubrir la totalidad del importe objeto de saneamiento, se puede registrar en el balance. En concreto, la circular señala que, en aquellos valores de vencimiento residual superior a dos años, se podrá adeudar trimestralmente en la cuenta de «Pérdidas y Ganancias» sólo la parte proporcional de la dotación que corresponda a dicho período de dos años, registrándose el resto en el balance, dentro de la cuenta de «Otras Periodificaciones». Ese cálculo se actualizará en los siguientes trimestres, en función de los correspondientes plazos residuales.

Asimismo, en el caso de que la coyuntura fuera favorable y pudiera liberarse parte de los fondos, la circular puntualiza que, en primer lugar, deberá utilizarse la cuenta de periodificación anteriormente creada, y sólo cuando ésta quede cancelada podrá registrarse la disponibilidad del fondo en la cuenta de «Pérdidas y Ganancias».

Por otro lado, también se precisa el carácter que tienen estos adeudos en la cuenta de «Otras Periodificaciones», a efectos del cálculo de los recursos propios mínimos de las entidades. Así, cuando la entidad de crédito haga uso de la opción de periodificación, el saldo existente en la cuenta de «Otras Periodificaciones» por saneamiento de la cartera de renta fija se deducirá del de los recursos propios.

4. ENTIDADES DE CREDITO: TRATAMIENTO FISCAL DE SALDOS DE DUDOSO COBRO Y DE FONDOS DE PROVISION POR INSOLVENCIAS

La problemática específica que se plantea en materia de provisión por insolvencias de las entidades de crédito sometidas a la tutela administrativa del Banco de España exigió la adaptación de las disposiciones del Reglamento del Impuesto sobre Sociedades a dicha situación. Así, la Orden Ministerial de 29 de febrero de 1988 (5) dio entrada en el ordenamiento tributario a las normas contenidas en la CBE 22/87, de 29

(4) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1991», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1991, págs. 58 a 60.

(5) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1988», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1988, pág. 63.

de junio, sobre balances, cuentas de resultados y estados complementarios de las entidades de depósito (6), en lo relativo al tratamiento de los saldos de dudoso cobro y de las dotaciones a la provisión por insolvencias.

Con el transcurso del tiempo, el texto de esa circular ha sufrido importantes modificaciones, que han concluido con su sustitución por la CBE 4/1991, de 14 de junio, a las entidades de crédito, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros (7). Por ello, se hacía necesario revisar el contenido de la Orden Ministerial de 1988, para adecuarlo a este nuevo marco contable, labor que se ha realizado mediante una *Orden Ministerial de 13 de julio de 1992*.

Esta orden establece, con carácter general, que las entidades de crédito deberán ajustar el tratamiento tributario de los saldos de dudoso cobro y de las dotaciones a la provisión por insolvencias, correspondientes a la regularización de tales saldos, a la normativa fijada por el Banco de España en la CBE 22/1987, de 29 de junio, y, a partir del 1 de enero de 1992, en la CBE 4/1991, de 14 de junio. La aplicación, a efectos fiscales, de cualquier variación posterior de esta norma estará condicionada a lo que resuelva la Secretaría de Estado de Hacienda.

Para la determinación de la base imponible, se sigue considerando a las dotaciones para la provisión por insolvencias como gasto fiscalmente deducible, siempre y cuando su cuantía se limite a la cantidad necesaria, de forma que el saldo resultante de la provisión constituida hasta ese momento no sea superior al exigido por el Banco de España.

En cuanto a las operaciones de arrendamiento financiero, se toman en consideración dos extremos. En primer lugar, con respecto a los créditos de los bienes cedidos en arrendamiento financiero, se establece que las dotaciones al fondo especial de provisión de los contratos de arrendamiento financiero previstos en la CBE 22/1987, en los que el bien a recuperar tuviera un valor real inferior al valor en libros, serán fiscalmente deducibles, siempre que se conviertan en definitivas en el plazo máximo de tres meses, a partir de la fecha en que se decide rescindir el contrato, excepto en el caso de bienes muebles, en que el plazo empieza a contarse desde el momento de su recuperación efectiva.

En segundo lugar, ese mismo tratamiento tributario se extiende, desde el 1 de enero de 1992, a las provisiones registradas en el fondo especial de depreciación de los bienes cedidos en arrendamiento financiero, cuando se haya decidido rescindir el contrato

para recuperar el bien y éste tuviese un valor real inferior al valor en libros.

No obstante, la orden señala ciertos supuestos —algunos de los cuales ya estaban recogidos en la regulación anterior—, en los que las dotaciones a fondos de provisión por insolvencias no tienen la consideración de partidas fiscalmente deducibles. Entre ellas figuran las operaciones vinculadas, tal y como vienen definidas en el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, las operaciones registradas como dudosas o morosas, sobre las que exista acto o acuerdo interno de renovación, y, como novedad, las operaciones crediticias cubiertas con garantía real, excepto si la misma fuese insuficiente o de difícil realización.

Finalmente, se señala que las provisiones de análoga naturaleza dotadas en ejercicios anteriores, que tuvieran la consideración de gastos fiscalmente deducibles, deberán tenerse en cuenta para el cálculo del saldo global de las provisiones por insolvencias exigidas por las normas del Banco de España actualmente vigentes. Si esas dotaciones pretéritas resultaran excesivas, conforme a la normas vigentes del Banco de España, los fondos liberados se integrarán en la base imponible del ejercicio.

5. LETRAS DEL TESORO A SEIS MESES

Con el fin de ampliar la gama de instrumentos financieros que componen la deuda del Estado, en diciembre de 1991 se inició un programa experimental de emisión de letras del Tesoro a tres meses, cuyo saldo vivo no habría de exceder los 500 mm. La inestabilidad y la incertidumbre que a lo largo de los últimos meses vienen registrando los mercados financieros, asociadas a las convulsiones cambiarias, ha desplazado la oferta de fondos prestables a los mercados a corto plazo. Este hecho, unido a las abultadas necesidades de financiación del Tesoro, ha inducido a incrementar su oferta de instrumentos financieros a corto plazo, completando así la gama de plazos de vencimientos de la deuda pública a disposición de los ahorradores.

Así, además de las letras del Tesoro a tres meses, se ha puesto en marcha un programa de emisión de letras del Tesoro a seis meses, que tendrán las características establecidas en una Orden de 22 de enero de 1992, que dispuso la emisión de deuda del Estado para el conjunto del año. Estos nuevos activos se presentarán exclusivamente en anotaciones en cuenta y se emitirán mediante subasta pública, según se establece en una *Resolución de 26 de agosto de 1992, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera*, por la que han sido creadas. El importe de las peticiones no podrá ser inferior a cien millones de pesetas, y, en la primera subasta, convocada para el pasado 4 de septiembre, no se aceptaron peticiones no competitivas.

(6) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1987», en *Boletín Económico*, Banco de España, octubre de 1987, págs. 54 y 55.

(7) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1991», en *Boletín Económico*, Banco de España, julio-agosto de 1991, págs. 58 a 60.

6. LETRAS DEL TESORO: FECHA DE RESOLUCION DE LAS SUBASTAS

Una Orden de 22 de enero de 1992 (8), por la que se dispuso la emisión de deuda del Estado durante dicho año, reguló, entre otros extremos, el contenido mínimo de las resoluciones de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera por las que se convoquen las subastas ordinarias. En ella se establece que deberán figurar la fecha y hora límites de presentación de las peticiones y la fecha de resolución de las subastas.

Hasta ahora, los titulares de cuenta y las entidades gestoras con capacidad plena y restringida venían formulando sus peticiones de letras del Tesoro el día anterior a la resolución de la subastas. Con el fin de reducir al máximo el periodo que media entre los momentos de formulación de la petición y de resolución de la subasta, y una vez resuelta la problemática de carácter técnico que debe soportar esa modificación en la Central de Anotaciones, la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF) ha dictado una *Resolución de 22 de septiembre de 1992*, por la que se establece que las peticiones formuladas en las subastas de letras del Tesoro se harán a primera hora del día fijado para la resolución de las mismas.

Esta mejora operativa ya se comenzó a aplicar en las subastas de letras del Tesoro a tres y seis meses del 2 de octubre, y, de acuerdo con una *Resolución de 8 de octubre de 1992, de la DGTPF*, también a las letras a un año cuyas subastas se celebren a partir de su publicación. Esta aplicación queda pendiente para las subastas de bonos y obligaciones del Estado.

Asimismo, la Resolución de 22 de septiembre de 1992 establece que la presentación de peticiones para las subastas de letras del Tesoro a un año, a partir del 21 de octubre de 1992, por quienes no sean titulares de cuentas ni entidades gestoras a nombre propio en la Central de Anotaciones se adelanta al lunes de la semana correspondiente, y la resolución de las subastas, al miércoles.

7. BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO: OFERTAS NO COMPETITIVAS

Con el fin de homogeneizar las técnicas de emisión de los diferentes instrumentos de la deuda pública, una Resolución de 25 de febrero de 1992, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, incorporó a los bonos y obligaciones del Estado la opción de formular ofertas no competitivas en las subastas.

Como consecuencia de ello, dejan de ser necesarios los periodos de suscripción pública posteriores a las subastas, al poderse suscribir directamente en las

mismas al tipo medio resultante. Por ello, en la *Resolución de 8 de octubre de 1992*, antes citada, se dispone la emisión de bonos y obligaciones del Estado, en la que se podrán formular ofertas no competitivas, desapareciendo el periodo de suscripción pública posterior a la subasta.

8. INSTITUCIONES DE INVERSION COLECTIVA: ASPECTOS VARIOS

El RD 1393/1990, de 2 de noviembre (9), adaptó el Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva, recogido en su día por el RD 1346/1985, de 17 de julio, a las exigencias de la Ley del Mercado de Valores y de las directivas comunitarias al respecto. Con el fin de avanzar en el perfeccionamiento de dicho reglamento, en una *Orden Ministerial de 30 de julio de 1992* se ha dictado un conjunto heterogéneo de disposiciones que desarrollan, actualizan o completan algunos artículos del mismo, abarcando tres áreas: a) coeficiente de liquidez; b) funciones y obligaciones de las entidades depositarias, y c) comunicación de participaciones significativas.

Con respecto al primer punto, el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva obligó a los fondos de inversión y a las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable a mantener un coeficiente de liquidez materializado en efectivo o en depósitos o cuentas a la vista en el depositario. La nueva norma ha ampliado las posibilidades de materialización del citado coeficiente, al considerar aptas para su cobertura las compraventas con pacto de recompra a un día de valores de deuda pública.

Por otro lado, el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva definió las funciones de los depositarios de los fondos de inversión y de las SIMCAV, que con la orden se han visto precisadas y ampliadas en lo relativo a los siguientes extremos:

- a) La vigilancia y supervisión de las sociedades gestoras de los fondos de inversión y de los administradores de las SIMCAV. En este ámbito, el depositario viene obligado a comunicar por escrito, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las anomalías que detecte.
- b) La suscripción y el reembolso de las participaciones de los Fondos de Inversión.
- c) La compra, la venta y la liquidación de cualquier clase de valores.
- d) Su responsabilidad de la custodia de todos los valores mobiliarios integrantes del patrimonio de un fondo de inversión.

(8) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1992», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1992, pág. 67.

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

Con relación a la obligatoriedad de comunicar las participaciones significativas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la citada Orden Ministerial desarrolla lo previsto en el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, según el siguiente esquema:

- a) Para las sociedades de inversión mobiliaria cuyo capital esté admitido a cotización en una Bolsa de Valores, la remisión de la información se ha de acomodar a lo establecido en el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo (10), sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias.
- b) Cuando se trate de sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo no cotizadas en Bolsa de Valores, la obligación de comunicación de las participaciones significativas se ajustará a lo dispuesto en el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.
- c) Cuando se trate de fondos de inversión o de SIMCAV, la obligación de comunicación se producirá mediante remisión, por la sociedad gestora del fondo de inversión o por las SIMCAV, de un estado de posición del partícipe o socio correspondiente.

9. ENTIDADES ASEGURADORAS: TERCERA DIRECTIVA COMUNITARIA DE SEGUROS DISTINTOS DEL SEGURO DE VIDA

La Primera Directiva, 73/239/CEE, de 24 de julio de 1973, de seguros distintos del seguro de vida dio un impulso fundamental a la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida. Posteriormente, la Segunda Directiva, 88/357/CEE, de 22 de junio de 1988, contribuyó decisivamente a la realización del mercado interior comunitario en materia de seguros distintos del de vida, completando la libertad de acceso al mercado de seguros y facilitando el ejercicio efectivo de la libre prestación de servicios de esta naturaleza. La adaptación del derecho español a esas directivas se llevó a cabo mediante la Ley 21/1990, de 19 de diciembre (11), que introdujo profundas modificaciones en la Ley 33/1984, de 2 de agosto, sobre Ordenación del Seguro Privado.

Con el fin de llevar a término el proceso de creación de ese mercado interior, en su doble vertiente de libertad de establecimiento y de libre prestación de

servicios, se ha publicado recientemente la Tercera Directiva, 92/49/CEE, de 18 de junio de 1992, que se inscribe en la labor legislativa iniciada por las dos directivas anteriores.

Esta directiva persigue dos objetivos básicos: a) permitir a los aseguradores operar en todos los países de la Comunidad, con una sola autorización administrativa, concedida por las autoridades del Estado miembro en el que la empresa de seguros tenga su domicilio social, y b) llevar a cabo la aplicación del principio de control por el Estado miembro de origen, con el ánimo de garantizar la solidez financiera de las empresas de seguros, y, en particular, su estado de solvencia y la efectiva constitución de reservas técnicas.

En este orden de cosas, la directiva establece que el acceso a la actividad de seguros queda, en adelante, supeditado a la concesión de una autorización administrativa única, por las autoridades del Estado miembro en el que la empresa de seguros tenga su domicilio social, que le permita ejercer su actividad en toda la Comunidad, tanto en régimen de derecho de establecimiento como en el de libre prestación de servicios. En este sentido, se detallan los requisitos mínimos que el Estado miembro de origen debe exigir para otorgar dicha autorización.

Respecto a los sistemas de supervisión y control de la empresa de seguros —incluido el control de las actividades que ejerza a través de sucursales—, la directiva precisa que será competencia exclusiva del Estado miembro de origen. Asimismo, el control financiero deberá consistir en la comprobación, para el conjunto de actividades de la empresa de seguros, del estado de solvencia y de la constitución de provisiones técnicas, así como de los activos que las representan, con arreglo a las normas o a las prácticas establecidas en el Estado miembro de origen, y de acuerdo con las disposiciones adoptadas a nivel comunitario.

Por otro lado, dicha directiva reitera que los Estados miembros deben imponer a cada empresa de seguros la obligación de constituir provisiones técnicas suficientes para el conjunto de sus actividades, aunque establece las reglas relativas a la diversificación, a la localización y a la congruencia —es decir, equivalencia entre compromisos en una moneda y los activos de esa moneda— de los activos representativos de las provisiones técnicas, con el fin de facilitar el reconocimiento mutuo de los Estados miembros.

Cabe reseñar la advertencia que la directiva hace a los Estados miembros de no exigir a las empresas de seguros que inviertan sus provisiones técnicas en categorías concretas de activos, por ser un proceder incompatible con las medidas adoptadas en materia de liberalización de los movimientos de capital. No obstante, establece una amplia lista de activos en los

(10) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1991», en *Boletín Económico*, Banco de España, abril de 1991, págs. 51 y 52.

(11) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1990», en *Boletín Económico*, Banco de España, enero de 1991, págs. 33 y 34.

que podrán invertir tales provisiones y unas reglas de comportamiento, a fin de reducir riesgos. Estos activos podrán estar localizados en cualquier Estado miembro de la Comunidad, no pudiendo obligar a las empresas a que los sitúen en uno determinado.

Por otro lado, la Directiva considera que, para la creación del mercado único sin fronteras interiores, es necesario que todo asegurador debidamente autorizado tenga acceso al conjunto de las actividades de seguro distinto del de vida en toda la Comunidad, lo que implica la necesidad de suprimir el monopolio del que aún disfrutaban algunos organismos en los Estados miembros, con respecto a la cobertura de determinados riesgos.

Finalmente, se establece un plazo hasta el 31 de diciembre de 1993 para que los Estados miembros dicten las disposiciones legales y reglamentarias necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en esta norma comunitaria, debiendo ponerla en vigor, como máximo, el 1 de julio de 1994, aunque la aplicación de algunos aspectos de la misma se pospone hasta el 1 de enero de 1997.

10. NORMATIVA AUTONOMICA. COMUNIDAD DE MADRID: ORGANOS DE GOBIERNO DE LAS CAJAS DE AHORRO

De conformidad con lo previsto en la Ley 31/1985, de 2 de agosto, de Regulación de las Normas Básicas sobre Organos Rectores de las Cajas de Ahorro, la Comunidad Autónoma de Madrid dictó el Decreto 57/1986, de 5 de junio, desarrollando las normas aplicables a las cajas de ahorro domiciliadas en esa Comunidad.

Dicha Comunidad Autónoma ha actualizado, mediante la *Ley 5/1992, de 15 de julio*, la regulación de los Organos de Gobierno de las Cajas de Ahorro con domicilio social en la Comunidad de Madrid. Según la exposición de motivos, sus objetivos pretenden lograr una mayor eficacia en la gestión empresarial de las cajas de ahorro, regulando cuidadosamente la composición y competencias de sus órganos de gobierno, así como las especiales exigencias de profesionalidad para determinados titulares de los órganos de administración y dirección.

20-X-1992.

Previsión cuantitativa y su valoración subjetiva: la predicción restringida en el análisis económico

Este artículo ha sido elaborado por Luis Julián Alvarez, Juan Carlos Delrieu y Javier Jareño, del Servicio de Estudios (1).

La predicción y el control de las principales variables económicas constituyen los ejes fundamentales sobre los que giran, desde un punto de vista cuantitativo, diferentes esquemas metodológicos. A este respecto, pueden distinguirse dos posiciones extremas: por un lado, se sitúa la predicción estadística, que trata de hallar regularidades empíricas a partir del examen sistemático de una serie de interés, y, por otro, se encuentra la predicción econométrica, basada en la relación existente entre variables económicas. No obstante, a pesar de la contrastada eficacia de las técnicas de previsión, no siempre es factible recoger adecuadamente el comportamiento futuro de una variable, en especial cuando dicha variable está experimentando un cambio en su evolución cíclica, como viene sucediendo con la mayoría de los indicadores de la economía española.

Al mismo tiempo, cuando se tiene en cuenta que la predicción es un instrumento de ayuda en el proceso de toma de decisiones en el análisis económico, y no un fin en sí misma, debe considerarse toda la información disponible, y no exclusivamente la derivada de los modelos cuantitativos. Por ello, es frecuente que la previsión final de muchas instituciones se fundamente no sólo en los modelos disponibles, sino que, adicionalmente, incorpore información que, bien por proceder de fuentes de carácter diverso, bien por carecer de un patrón sistemático, o por recibirse con una frecuencia distinta de la del modelo empleado, no es considerada por los modelos disponibles. En este contexto, resulta evidente la ventaja de utilizar este tipo de información extramuestral, en particular cuando se experimentan modificaciones sustanciales en la evolución cíclica de las variables que se han de predecir, o se producen cambios en el marco institucional o legislativo en el que se desarrollan las variables económicas.

Otras veces, las predicciones cuantitativas contrastan con los objetivos establecidos por las autoridades económicas en el cuadro macroeconómico, o con las previsiones anuales que periódicamente efectúan algunos organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional o la OCDE. En estos casos, resulta interesante obtener un perfil mensual o trimestral de la variable objeto de estudio, coherente con la previsión establecida por dichos organismos.

Por último, existe un caso adicional que merece ser destacado: la síntesis entre la predicción de un modelo que únicamente tiene en cuenta la evolución

(1) Este artículo es un resumen de nuestro trabajo «Tratamiento de predicciones conflictivas: empleo eficiente de información extramuestral», publicado con el n.º 9219 en la serie de Documentos de Trabajo, Servicio de Estudios, Banco de España.

de su propio pasado y la que se deriva de un modelo econométrico de distinta periodicidad, y que, por falta de información estadística, no se puede formular en la misma frecuencia que el modelo univariante.

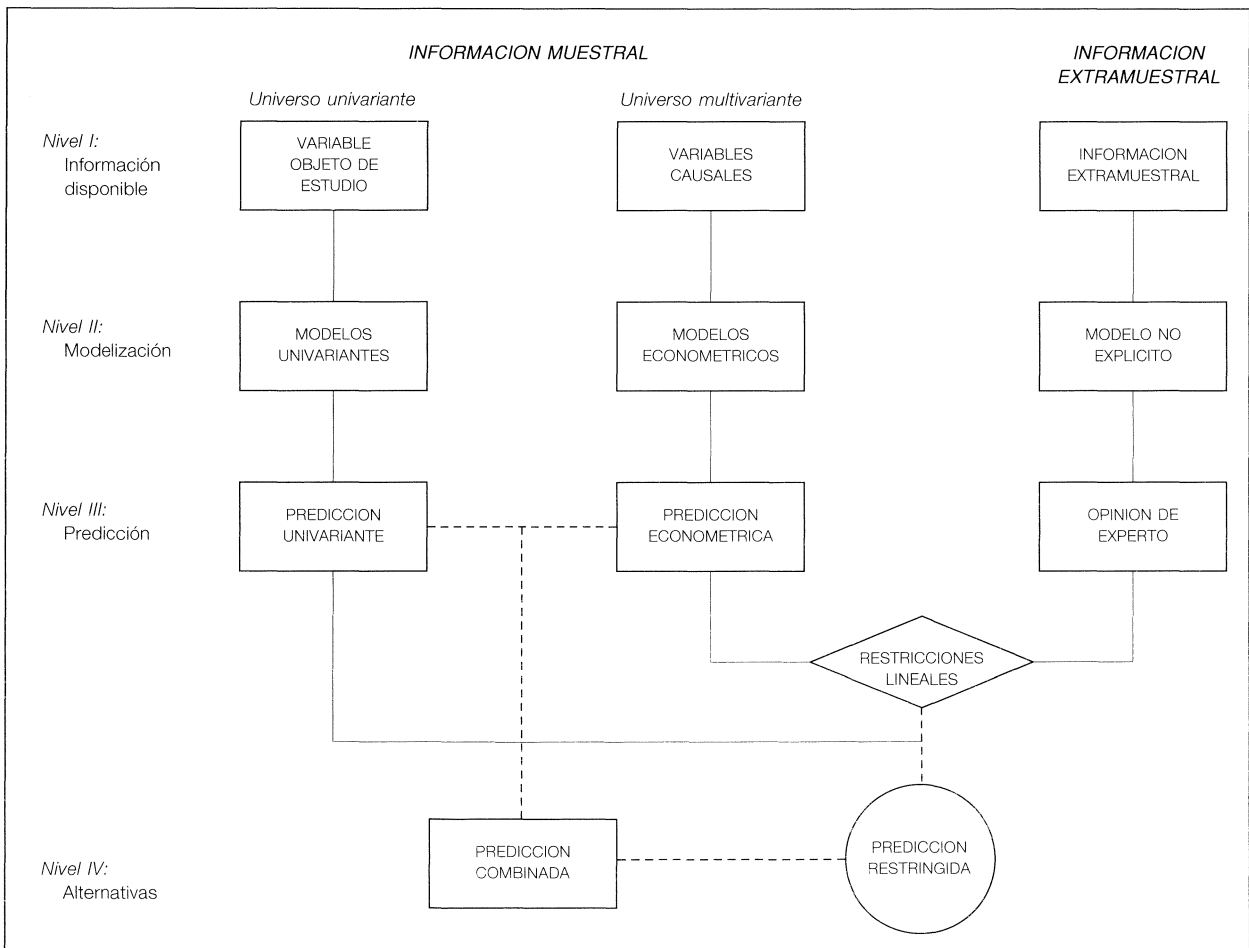
En definitiva, normalmente se dispone de tres tipos de predicciones alternativas con diferentes características: a) la predicción univariante, capaz de capturar adecuadamente la evolución dinámica a corto plazo; b) la predicción econométrica, que recoge de manera satisfactoria la senda de largo plazo, y c) la opinión de experto, cuya mayor virtud es la de incorporar información extramuestral (2) (véase gráfico 1). Ahora bien: dada la dificultad para combinar los conjuntos de información en los que se basan las diversas predicciones de un modo eficiente, se hace preciso conjugar las propiedades de las diferentes modelizaciones sobre el futuro.

(2) Como resulta evidente, no se pretende afirmar que los expertos sean infalibles. De hecho, las previsiones de éstos presentan, en ocasiones, errores considerables. Por esta razón, cuando intervienen predicciones subjetivas, se hace especialmente importante el control de los errores de predicción.

En esta línea, existe una abundante literatura sobre *combinación de predicciones* [véase la revisión de Clemen (1989)], que renuncia expresamente a la combinación de conjuntos de información y que trata de conseguir previsiones más precisas. Las bases de las mejoras que se obtienen son: a) una predicción puede tener en cuenta informaciones que otras no tienen, y b) las predicciones pueden tener distintos supuestos de partida. El resultado final proporciona la predicción óptima, como combinación lineal de predicciones alternativas, sin considerar explícitamente el problema de cuál de éstas es la más adecuada.

Sin embargo, la aplicación de la metodología de combinación de predicciones no siempre es posible, especialmente si nos encontramos con predicciones no sistemáticas. Por este motivo, tiene interés extender los resultados de esta literatura para cubrir nuevas posibilidades, de forma que se obtengan predictores de carácter más amplio que permitan combinar previsiones sistemáticas y no sistemáticas, y, en particular, conjugar los resultados que pueden derivarse del modelo que recoja con precisión la estructura di-

1. El marco conceptual de la predicción restringida



Fuente: Elaboración propia.

námica a corto plazo con las propiedades que se derivan de modelos econométricos o la propia opinión de expertos para horizontes más dilatados.

Al mismo tiempo, por sí mismo resulta interesante disponer de predicciones que satisfagan determinadas restricciones, ya que esto permite tanto evaluar objetivos como efectuar su seguimiento. En este contexto, el trabajo en el que se basa el resumen que aquí se presenta trata de incorporar información extramuestral sobre el modelo cuantitativo que se esté utilizando para predecir el valor futuro de las variables relevantes, con el objeto de obtener lo que denominamos *predicción restringida*. Con diferentes aproximaciones, este problema ha sido abordado, entre otros, por Cholette (1982), Guerrero (1989), Trabelsi y Hillmer (1989) y Pankratz (1989).

En nuestro caso, la aproximación al problema planteado se realiza a través de un enfoque general, basado en el estimador por mínimos cuadrados generalizados (MCG), junto con las ideas propuestas por Durbin (1953) y Theil y Goldberger (1961), demostrándose, en primer lugar, que la solución es diferente, según el proceso generador de los datos que caracterice el fenómeno, y, por tanto, se adapta a las peculiaridades de cada serie; en segundo lugar, se pueden obtener intervalos de confianza de las predicciones restringidas, a diferencia de lo que sucedería con cualquier otro procedimiento ad hoc; y, en tercer lugar, se obtiene un estadístico que permite contrastar la compatibilidad de la información que se desea incorporar con la evolución pasada de la serie. Adicionalmente, en nuestro estudio se destaca la relación existente entre el estimador propuesto y la estimación de valores ausentes (*missing values*), posponiéndose su desarrollo para un trabajo posterior.

1. INCORPORACION DE INFORMACION ADICIONAL Y LA PREDICCION RESTRINGIDA OPTIMA (3)

Las restricciones en las que estamos interesados pueden ser estocásticas o exactas, bien porque se emplee un modelo econométrico para derivarlas, con lo cual es posible calcular la matriz de varianzas y covarianzas de los errores de previsión asociados a estas restricciones, bien porque se disponga de información sobre la precisión de la fuente. Obsérvese que la primera situación es interesante, ya que es frecuente disponer de modelos econométricos con datos anuales o trimestrales, y, al mismo tiempo, contar con modelos univariantes con una frecuencia mayor (por ejemplo, mensuales o diarios).

(3) En este epígrafe se supone que las predicciones se obtienen con un modelo ARIMA. Sin embargo, en general, podemos especificar la matriz de varianzas y covarianzas de los errores h periodos por delante, y el desarrollo sería igualmente válido, por ejemplo, para modelos econométricos uniecuacionales.

De esta manera, el problema consiste en encontrar el predictor óptimo que satisfaga las restricciones estocásticas recogidas como

$$AZ = b + u \quad [1]$$

donde u es un vector de r variables aleatorias, distribuidas normalmente con media cero y, en general, varianzas diferentes; la matriz A es de dimensión $r \times h$, con $r \leq h$ y rango r, siendo r el número de restricciones; Z es un vector $h \times 1$ que recoge los valores futuros de la variable, y b es un vector de constantes de dimensión $r \times 1$.

La forma general expuesta en [1] recoge, como casos particulares:

- a) La variable estudiada debe tomar un valor en un momento dado: por ejemplo, cuando se quiere conocer la evolución del déficit presupuestario hasta alcanzar un valor nulo al cierre del ejercicio.
- b) Se dispone de información sobre el valor medio durante un cierto período: cuando el valor medio anual del empleo se establece en cierto nivel.
- c) Se dispone de información sobre las tasas de crecimiento de la variable: cuando se establece una tasa interanual para el índice de precios al consumo del 6 %.

Por otro lado, se permite que se satisfagan, de manera conjunta, distintas restricciones y que cada una de ellas tenga una varianza diferente. Además, en general, se contempla la posibilidad de que exista correlación entre éstas y las previsiones del modelo ARIMA, y supondremos que la distribución de los términos de error es normal.

La información existente se puede resumir de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} Z &= \hat{Z} + e \\ AZ &= b + u \end{aligned} \quad [2]$$

donde, en general,

$$\begin{pmatrix} e \\ u \end{pmatrix} \sim N \left[\begin{pmatrix} 0 \\ 0 \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} \sigma_a^2 \psi \psi' & \Sigma_{eu} \\ \Sigma_{ue} & \Sigma_u \end{pmatrix} \right] \quad [3]$$

siendo \hat{Z} la parte sistemática del vector de predicción, e la parte no sistemática, Σ_u la matriz de varianzas y covarianzas de las perturbaciones asociadas a las restricciones, Σ_{eu} es la matriz de covarianzas entre errores de predicción h periodos por delante y perturbaciones asociadas a las restricciones, y $\Sigma_{ue} = \Sigma'_{eu}$.

Ahora, el problema de encontrar un estimador que satisfaga la restricción estocástica, teniendo en cuenta las propiedades del término de error, se resuelve

mediante la utilización del estimador de mínimos cuadrados generalizados (MCG), en la misma línea que Durbin (1953) y Theil y Goldberger (1961). Entonces, el estimador óptimo es:

$$Z^* = \left[(I \ A') \begin{pmatrix} \sigma_a^2 \Psi \Psi' & \Sigma_{eu} \\ \Sigma_{ue} & \Sigma_u \end{pmatrix}^{-1} \begin{pmatrix} I \\ A \end{pmatrix} \right]^{-1} \begin{pmatrix} I \\ A \end{pmatrix} \begin{pmatrix} \hat{Z} \\ b \end{pmatrix} \quad [4]$$

En la práctica, tiene especial relevancia considerar el caso particular donde $\Sigma_{eu} = 0$, ya que, en ocasiones, puede no resultar excesivamente sencillo especificar estas matrices de covarianzas entre errores. Por otro lado, en numerosos casos, las fuentes de información pueden ser suficientemente independientes para juzgar que este supuesto no es especialmente restrictivo. Si, además, se supone que no existe incertidumbre sobre la restricción, se llega a la expresión más simple del estimador, que es la que se utiliza en la aplicación expuesta en el siguiente epígrafe.

Con estos supuestos, se está admitiendo que, muchas veces, se genera información de carácter esporádico, no regular en el tiempo, bien por su naturaleza, bien por su fuente, pero que resulta de gran importancia a la hora de hacer predicciones. La peculiaridad de este tipo de información extramuestral puede, a veces, llevarnos a considerarla como cierta (4). En estos casos, es fácil derivar de la expresión [4] cuál sería la predicción sujeta a la restricción:

$$Z^{**} = \hat{Z} + P^{**} (b - A \hat{Z}) \quad [5]$$

donde Z^{**} es el predictor óptimo que satisface nuestro problema de optimización, \hat{Z} es la predicción del modelo ARIMA sin restricción alguna y P^{**} es una matriz de ponderación de dimensión $h \times r$, que viene dada por:

$$P^{**} = (\Psi \Psi') A' [A (\Psi \Psi') A']^{-1} \quad [6]$$

La ecuación [5] ofrece una solución fácilmente interpretable, donde el predictor restringido óptimo se obtiene como una combinación lineal de la predicción ARIMA y la diferencia entre el vector de restricciones y el predictor óptimo univariante de la restricción ($A \hat{Z}$). El término $(b - A \hat{Z})$ refleja la información nueva que introducimos en la predicción, con una importancia relativa, medida por la matriz P^{**} .

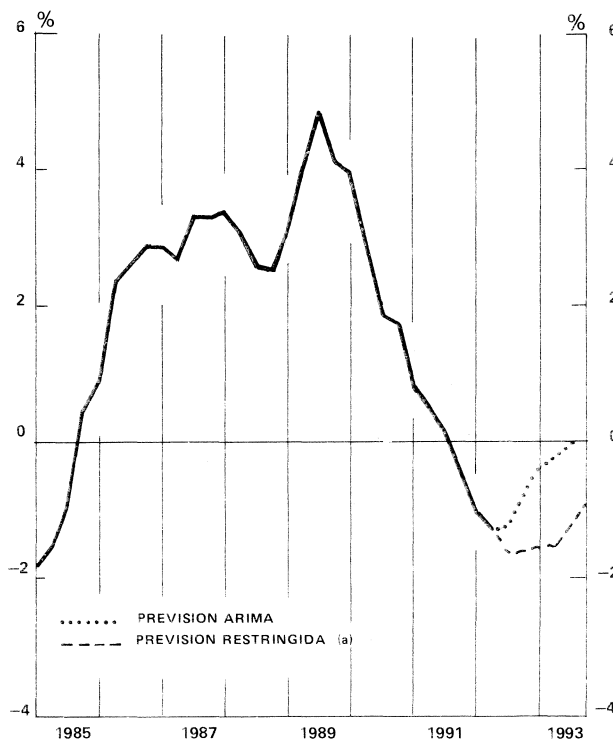
(4) Puede ser interesante emplear la hipótesis de que la información extramuestral es cierta para evaluar objetivos. Véase la aplicación referida a la evolución del empleo.

En cualquier caso, la expresión a la que se llega pone de manifiesto que el estimador restringido óptimo será diferente según la estructura dinámica que caracterice a los datos, y, por tanto, del modelo ARIMA que genere el proceso estudiado. Al mismo tiempo, es fácilmente demostrable que la varianza del error de predicción de cualquier combinación lineal de predicciones restringidas es inferior a la de esa misma combinación lineal de predicciones ARIMA. Intuitivamente, este resultado significa que la introducción de información supuestamente correcta sobre la evolución futura del fenómeno disminuye nuestro grado de incertidumbre respecto del que teníamos antes de disponer de esta información.

2. LA EVOLUCION DEL EMPLEO EN EL ESCENARIO MACROECONOMICO

El escenario macroeconómico previsto por las autoridades económicas para los años 1992 y 1993, y considerado en la elaboración de los presupuestos generales del Estado, incluye una previsión sobre la evolución del empleo de unos crecimientos medios anuales del -1,4 % para 1992 y del -1,3 % para 1993. Ahora bien: dado que estas predicciones tienen carácter anual, en el análisis de la evolución del mercado de trabajo interesa conocer la senda trimestral del empleo coherente con estas previsiones, para

2. Evolución del empleo total
Tasa interanual



Fuente: Elaboración propia.

(a) Restricciones establecidas según los presupuestos generales del Estado.

poder así evaluar el grado de cumplimiento de éstas, trimestre a trimestre.

En el gráfico 2, se presenta la tasa interanual del empleo total de la economía, estimada, si empleamos el procedimiento aquí expuesto, para el período comprendido entre el tercer trimestre de 1992 y el cuarto trimestre de 1993 (línea de previsión restringida). En él podemos apreciar que las previsiones anuales implican un comportamiento dentro del año, en el que continúa el deterioro observado en los últimos trimestres, hasta el segundo semestre de 1993, donde se produce una desaceleración del proceso de destrucción de puestos de trabajo. En este mismo gráfico, se presentan las previsiones estimadas a partir de modelos univariantes (línea de previsión ARIMA). Como puede apreciarse, existen diferencias significativas entre ambas predicciones, ya que en las previsiones ARIMA la desaceleración del proceso de destrucción de empleo se inicia con anterioridad. Este resultado no debe sorprender, puesto que estos modelos requieren cierto período de adaptación en momentos de cambio de comportamiento, como el actual. En efecto: la evolución del empleo durante los últimos años se ha caracterizado por un intenso proceso de creación neta de puestos de trabajo, que se ha quebrado en los últimos trimestres, como consecuencia de la desaceleración de la actividad, y al que aún no se han adaptado en su totalidad los modelos univariantes.

28-X-1992.

BIBLIOGRAFIA

- CHOLETTE, P. A. (1982): «Prior Information and ARIMA forecasting», *Journal of Forecasting*, 1, págs. 375-383.
- CLEMEN, R. T. (1989): «Combining forecasts: A review and annotated bibliography», *International Journal of Forecasting*, págs. 559-583.
- DURBIN, J. M. (1953): «A Note on Regression When there is Extraneous Information about one of the Coefficients», *Journal of the American Statistical Association*, págs. 799-808.
- GUERRERO, V. M. (1989): «Optimal Conditional ARIMA forecasts», *Journal of Forecasting*, 8, págs. 215-229.
- PANKRATZ, A. (1989): «Time Series Forecasts and Extra-model information», *Journal of Forecasting*, 8, págs. 75-83.
- THEIL, H. y GOLDBERGER, A. S. (1961): «On Pure and Mixed Statistical Estimation in Economics», *International Economic Review*, vol. 2, págs. 65-78.
- TRABELSI, A. y HILLMER, S. C. (1989): «A Benchmarking Approach to Forecast Combination», *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 7, págs. 353-362.

INFORMACION DEL BANCO DE ESPAÑA

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

Situación al día 30 de septiembre de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL HISPANOAMERICANO	12,75	32,74	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR ESPAÑA	12,40	32,31	29,00	32,31	29,00
POPULAR ESPAÑOL	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	12,45	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>12,85</i>	<i>32,21</i>	<i>28,75</i>	<i>32,00</i>	<i>28,75</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	14,00	27,44	25,00	27,44	25,00
BANCAPITAL	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCO 21	13,50	25,06	23,00	27,44	25,00
BANCOVAL	14,20	23,88	-	23,88	-
BANIF DE GESTION PRIVADA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	11,75	32,30	29,00	32,30	29,00
BANKOA	13,50	30,47	-	30,47	-
BARCELONA	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
BILBAO MERCHANT BANK	12,75	-	-	-	-
CAJA POSTAL	12,90	28,82	27,00	29,86	27,00
CASTILLA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALA DE CREDIT	13,92	30,47	27,50	30,47	27,50
CATALANA	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
COMERCIO	13,00	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	14,75	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	18,71	-	19,25	-
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	13,00	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	13,04	31,08	-	31,08	-
EXTERIOR DIRECTO	12,40	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	14,00	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	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
GESTION E INVERSION FINANCIERA	12,40	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	12,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,37	32,31	29,00	32,31	29,00
HERRERO	13,25	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
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00

(Continuación) 2

Situación al día 30 de septiembre de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RESTO BANCA NACIONAL					
INTERNACIONAL DE COMERCIO	13,25	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	14,00	28,37	25,00	28,37	25,00
INVERSION Y SERVICIOS FINANCIEROS	13,50	29,33	-	28,65	-
ISBANCA, BANCO PRIVADO DE NEGOCIOS	15,31	28,65	-	28,65	-
JEREZ	12,75	32,74	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,25	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	14,51	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	12,70	32,31	29,00	32,31	29,00
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PASTOR	13,10	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	14,20	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	13,50	29,08	26,00	29,08	26,00
SABADELL MULTIBANCA	13,50	29,08	26,00	29,08	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	16,14	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEON	12,40	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	12,50	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	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
ZARAGOZANO	13,10	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,35</i>	<i>29,76</i>	<i>27,52</i>	<i>29,93</i>	<i>27,44</i>
BANCA EXTRANJERA					
ABBAYCOR NACIONAL	14,50	22,00	-	22,00	-
A.B.N.	15,28	21,55	-	21,55	-
AMERICA	11,50	27,44	25,00	27,44	25,00
ARABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
ASTURIAS	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLANTICO	13,00	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P.	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
BANKERS TRUST	15,25	22,00	-	22,00	-
BARCLAYS BANK PLC	11,75	32,31	-	32,31	-
BARCLAYS BANK S.A.E.	13,00	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 AGRICOLE	13,85	24,36	-	(2,01)	-
CARIPLO S.P.A.	12,50	19,56	18,00	(2,00)	-
CHASE MANHATTAN	13,75	27,24	-	(3,08)	-
CITIBANK ESPAÑA	13,25	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	15,85	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	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00

(Continuación) 3

Situación al día 30 de septiembre de 1992

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
BANCA EXTRANJERA					
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	14,25	27,44	25,00	19,25	18,00
CREDITO ITALIANO	13,00	24,00	-	24,00	-
DAI-ICHI KANGYO BANK LIMITED	15,35	28,07	-	(2,00)	-
DEUTSCHE	14,75	24,37	-	24,37	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESNER	14,21	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	13,65	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	15,25	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	13,85	29,08	26,00	29,08	26,00
MANUFACTURERS HANNOVER TRUST	12,25	28,39	-	(2,02)	-
MIDLAND	16,99	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI	13,55	25,59	-	(2,00)	-
NETSUITS 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	14,50	23,14	21,00	(5,09)	(5,00)
NATIONAL WESTMINSTER	13,50	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
NATWEST ESPAÑA	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
NAZIONALE DEL LAVORO	13,87	26,25	-	20,40	-
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	14,80	28,00	-	(2,00)	-
SANWA	12,50	25,33	24,00	(2,00)	-
SAUDI ESPAÑOL	16,94	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	15,00	22,00	-	22,00	-
TOKYO	13,94	24,32	-	(2,02)	-
WESTDEUTSCHE LANDESBANK	13,50	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	13,81	26,08	24,74	25,95	25,23
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,54	28,18	26,56	28,69	26,97
BANCA OFICIAL					
CREDITO AGRICOLA	13,00	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>	12,98	26,27	22,00	26,74	22,00

(Continuación) 4

Situación al día 30 de septiembre de 1992

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
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 BIZCAIA	12,00	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	23,15	-	21,55	-
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	-	(4,00)	-
CANARIAS INSULAR	13,90	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	-	23,88	-
CASTILLA LA MANCHA	12,00	26,25	-	26,65	-
CATALUÑA	13,52	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	13,00	21,00	20,00	(2,00)	-
CORDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,10	27,44	-	(6,14)	-
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	12,75	29,87	-	29,87	-
MANRESA	13,25	28,80	27,00	(3,00)	-
MEDITERRANEO	13,65	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	13,50	28,65	-	(8,00)	-
NAVARRA	14,20	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	13,92	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	13,37	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	-	28,65	-
SALAMANCA Y SORIA	10,38	26,56	-	27,44	-
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	28,00	28,00	-	(6,00)
SEGOVIA	13,37	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	-
UNICAJA	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLON Y ALICANTE	11,63	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>	13,15	25,52	23,92	26,02	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»
16/92, de 22 de septiembre	Entidades registradas. Depósitos obligatorios y coeficiente de caja.	24 de septiembre de 1992

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 16 de septiembre de 1992 (Ref. Int. CV 13/92)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 10,30 % a diez años, emisión de 15 de abril de 1992. Subasta de octubre de 1992.
Instrucción de 16 de septiembre de 1992 (Ref. Int. CV 14/92)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11 % a cinco años, emisión de 15 de abril de 1992. Subasta de octubre de 1992.
Instrucción de 16 de septiembre de 1992 (Ref. Int. CV 15/92)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11,40 % a tres años, emisión de 18 de mayo de 1992. Subasta de octubre de 1992.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de octubre de 1992

Código	Nombre	Fecha	Concepto
BANCOS			
1004	BANCO DE CREDITO LOCAL DE ESPAÑA, S.A.	02.10.92	Cambio de domicilio social a Carrera de San Jerónimo, 40.-28014 Madrid.
1001	BANCO DE CREDITO AGRICOLA, S.A.	08.10.92	Cambio de domicilio social a Alcalá, 44, plta. 5.-28014 Madrid.
0181	CREDITO ITALIANO. Sucursal en España	09.10.92	Cambio de domicilio social a P.º de la Castellana, 95, Edificio Torre Europa, plta. 29.-28046 Madrid.
OFICINAS DE REPRESENTACION DE BANCOS EXTRANJEROS			
1221	OFICINA DE REPRESENTACION EN ESPAÑA PHILIPPINE NATIONAL BANK, S.A.	20.10.92	Alta con domicilio social en calle Arenal, 4, 3.º, puerta 31.-28013 Madrid.
COOPERATIVAS DE CREDITO			
3064	CAJA RURAL PROVINCIAL DE CUENCA, SDAD. COOP. CTO. LTDA.	15.10.92	Cambio de domicilio social por reestructuración local de callejero a plaza de la Hispanidad, 14-16.-16004 Cuenca.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
4720	UNINTER LEASING, S.A.	05.10.92	Cambio de domicilio social a Costa Brava, 10-12.-28034 Madrid.
8323	UNION INTERNACIONAL DE FINANCIACION SOCIEDAD ANONIMA, E.F., UNIFIBAN	05.10.92	Cambio de domicilio social a Costa Brava, 10-12.-28034 Madrid.
4361	TASACIONES Y PRESUPUESTOS, S.A.	05.10.92	Cambio de domicilio social a Jorge Juan, 72.-28009 Madrid.
4704	LEASING IBERICA DE SERVICIOS, EQUIPOS, AUTOMOCION Y TRANSPORTE, S.A. (LISEAT)	08.10.92	Cambio de denominación social por LISEAT, SOCIEDAD ANONIMA, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
8307	FINANCIERA SEAT, S.A. (FISEAT)	08.10.92	Cambio de denominación social por FISEAT, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION.
8775	URQUIJO FINANCIACION, SOCIEDAD ANONIMA, E.F.	09.10.92	Cambio de domicilio social a Sol, s/n.-28760 Tres Cantos (Madrid).
8515	FINANCIERA DEL GENIL, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACION	13.10.92	Cambio de domicilio social a Parejo y Cañero, 25, bajo.-14500 Puente Genil (Córdoba).
8204	BANESTO HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.	15.10.92	Cambio de domicilio social a José Abascal, 9.-28003 Madrid.
4702	URQUIJO LEASING, S.A.	15.10.92	Cambio de domicilio social a Sol, s/n.-28760 Tres Cantos (Madrid).
8513	FINANCIERA DEL CANTABRICO, SOCIEDAD ANONIMA DE FINANCIACION	16.10.92	Baja por cambio de objeto social.
4392	VALORACIONES Y TASACIONES HIPOTECARIAS, S.A.	20.10.92	Cambio de domicilio social a Serrano, 89.-28006 Madrid.
4747	AVIS LEASING, S.A.	22.10.92	Cambio de denominación social por AVIS LEASING, SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO, S.A.