

boletín económico

marzo 1993

BANCO DE ESPAÑA

Abreviaturas y signos utilizados

- M1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M2 M1 + Depósitos de ahorro.
- M3 Disponibilidades líquidas = M2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- ALP2 ALP + Pagarés de empresa en manos del público.
- MM3 Media móvil trimestral.
- T Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
- 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.
- ... 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.
- *
- 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.

Índice

	<i>Página</i>
Evolución monetaria y financiera	5
Encuesta de población activa en el cuarto trimestre de 1992	11
Evolución de los mercados de trabajo de la Comunidad Europea	15
Las técnicas de instrumentación monetaria en España	25
Inversiones en bolsa de no residentes	35
Efectos de los cambios en la imposición indirecta en 1992	45
Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español	57
Información del Banco de España	65
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorros y entidades oficiales de crédito. Situación a 28 de febrero de 1993	67
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1993	71
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial. Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1993	72
Publicaciones recientes del Banco de España	73
Indicadores económicos	75
Artículos y publicaciones del Banco de España	123

Evolución monetaria y financiera

Según la información disponible, de carácter provisional, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en febrero un 7,2 % en tasa intermensual anualizada. Esta cifra aproxima el crecimiento acumulado de ALP en los dos meses transcurridos del año (9 %) al rango de objetivos definido para 1993, tras un período de varios meses de rápida expansión.

En la evolución de los componentes de ALP, contrasta, en comparación con la tendencia existente desde el tercer trimestre de 1992, el menor crecimiento de los valores del Estado en manos del público, que sólo ascendió a 154 mm (482 mm en enero), frente a una expansión significativa (12,3 %) de los pasivos computables (3,4 % en enero). El incremento registrado en los pasivos computables responde, principalmente, a una fuerte tasa de variación de los depósitos de la banca privada (17,1 %), tras haber crecido sólo un 1,4 % a lo largo del año 1992, en tanto que los depósitos de las cajas de ahorros crecieron a un ritmo moderado (7,2 %).

Por su parte, la ralentización registrada en la colocación neta de valores del Estado en febrero se hizo extensiva a todos los instrumentos. Así, las letras del Tesoro y las cesiones de deuda en manos del público aumentaron en 257 mm y 70 mm, cantidades mucho menores que las del mes anterior (483 mm y 116 mm, respectivamente), mientras que los pagarés del Tesoro cayeron en 173 mm.

Del análisis de las contrapartidas de ALP, realizado con datos procedentes de los avances de los ba-

CUADRO 1

Agregados monetarios Ø

	Saldos mm	Variación intermensual (T _i) (%)				Variación acumulada desde DIC 1992 (%)		
		1993	1992	1993		1992	1993	
	FEB	DIC	ENE	FEB	DIC	ENE	FEB	
Activos líquidos en manos del público (ALP)	58.242	11,5	11,1	7,2	5,2	11,1	9,1	
Corrección (a)		11,4	10,9	7,1	6,3	10,9	9,0	
Disponibilidades líquidas (M3)	53.382	9,3	12,3	12,3	4,3	12,3	12,3	
Corrección (a)		9,2	12,1	12,1	5,5	12,1	12,1	
Efectivo	5.942	2,4	10,2	20,4	9,1	10,2	15,2	
Depósitos de la banca	17.557	6,3	-1,8	17,1	1,4	-1,8	7,2	
Depósitos de las cajas	17.267	8,2	9,3	7,2	10,2	9,3	8,2	
Resto (b)	12.616	19,2	41,8	9,2	-1,1	41,8	24,4	
Corrección (a)		18,1	39,1	8,7	3,9	39,1	23,0	
Otros activos líquidos (c)	4.860	37,3	-0,4	-35,0	15,0	-0,4	-19,6	
PRO MEMORIA:								
ALP más pagarés de empresa (ALP2)	60.798	9,9	10,3	7,5	5,0	10,3	8,9	
Corrección (a)		9,8	10,2	7,4	6,0	10,2	8,8	

Fuente: Banco de España.

(a) Las tasas que resultan de corregir el efecto del canje de pagarés del Tesoro y pagarés forales por deuda especial.

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

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

lances bancarios de febrero, destaca el aumento del crédito interno a las empresas y familias, en tasa intermensual anualizada, del 7,2 %, con lo que su tasa acumulada sobre diciembre se sitúa en el 4,4 %. Esta evolución del crédito interno, tras dos meses de estancamiento, podría estar relacionada con una menor apelación al crédito exterior por parte de las empresas, si bien la ausencia de datos sobre esta última variable para la parte transcurrida de 1993 impide confirmar esta hipótesis. Si se incorpora la financiación obtenida a través de la emisión de pagarés de empresa, el crecimiento intermensual correspondiente se situaría en el 7,5 % (4,3 % la acumulada sobre diciembre).

Por su parte, el crédito interno concedido a las Administraciones Públicas registró una tasa de expansión negativa del 12,4 %. Este descenso de la financiación interior resulta tanto de una caída en las necesidades de financiación del Estado (248 mm) como de un importante aumento de la financiación obtenida de los no residentes. De hecho, el agregado conjunto formado por el crédito interno y la financiación exterior a las Administraciones Públicas creció un 12,7 %. Si, además, se añadiese la financiación captada a través de la colocación de deuda en firme a medio y largo plazo entre el público residente, concepto no incluido en el crédito interno, la tasa de aumento ascendería al 14,3 %. Estos factores explican igualmente la amortización neta que experimentó el recurso al Banco de España por valor de 307 mm, en tanto que la colocación neta de valores del Estado negociables ascendió a 202 mm.

La evolución del tipo de cambio de la peseta en el período analizado reflejó la persistencia de tensiones más o menos manifiestas en el seno del SME.

En la primera mitad de febrero, la peseta se apreció moderadamente, en un contexto de mayor estabilidad de las divisas integrantes del SME en relación con el período precedente e inmediatamente posterior a la devaluación de la libra irlandesa el 1 de febrero. En un primer momento, este reajuste no supuso un alivio de las tensiones, sino que, por el contrario, éstas se desplazaron, en primera instancia, hacia la corona danesa, y, con menor virulencia, hacia el franco francés. Sin embargo, la elevación de los tipos de interés oficiales por parte de ambos países, las intervenciones concertadas entre varios bancos centrales europeos y, finalmente, el día 4, el descenso de los tipos oficiales en Alemania —de 0,25 puntos porcentuales en el tipo de descuento y 0,5 puntos en el tipo Lombard— lograron detener este nuevo episodio de turbulencia cambiaria en el SME.

No obstante, los tipos de interés a corto plazo de la mayoría de los países se mantuvieron en niveles elevados, pese a los descensos en los tipos oficiales efectuados por distintos bancos centrales (Holanda, Bélgica, Francia, Irlanda y España) tras la bajada de los tipos de interés alemanes. En España, la evolución descendente de los tipos de interés durante la primera parte del mes, en parte alentada por las reducciones practicadas por el banco emisor en el tipo de intervención decenal el día 12 —en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 13 %— y en los tipos de intervención diaria —en cerca de 0,5 puntos—, se tradujo, en

CUADRO 2

Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm			Tasas de crecimiento (a) (%)			Variación acumulada desde DIC 1992 (%)		
	1992		1993	1992		1993	1992		1993
	DIC	ENE	FEB	DIC	ENE	FEB	DIC	ENE	FEB
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
Crédito interno (b)	48.348	48.414	48.696	-0,2	1,6	7,2	6,2	1,6	4,4
SERIES ORIGINALES:									
Crédito interno (b)	48.718	48.777	48.691	6,1	6,0	6,5			
Crédito	46.030	46.004	45.918	6,5	6,1	6,5			
<i>Banca</i>	24.649	24.433	24.269	3,4	2,2	2,6			
<i>Cajas</i>	13.334	13.440	13.498	16,4	16,0	16,0			
<i>Resto</i>	8.047	8.132	8.151	1,9	3,2	4,1			
Valores y mercados monetarios	2.688	2.773	2.773	-0,4	4,8	6,7			
PRO MEMORIA:									
Crédito interno más pagarés de empresa	50.888	50.940	51.252	-1,3	1,2	7,6	5,9	1,2	4,4

Fuente: Banco de España.

(a) Tasa intermensual anualizada (T_1) para el crédito interno desestacionalizado y tasa interanual (T_{12}) para el resto de partidas.

(b) Incluye las transferencias de activos privados.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14. Boletín Estadístico, cuadros I.8 y II.18.

Tipos de interés (Ø)

	Plazo d = día m = mes a = año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1991	1992	1993		FEB 1993		MAR 1993
		DIC	DIC	ENE	FEB	2.ª dec	3.ª dec	1.ª dec
BANCO DE ESPAÑA:								
Subasta de CBE (a)	10 d	12,5	13,7	13,6	13,1	13,0	13,0	13,0
Compras de CBE	1 d	12,6	14,0	13,8	14,1	13,8	15,1	15,2
Préstamos de regulación monetaria	1 d	—	16,3	14,3	14,7	14,5	17,0	15,9
TESORO:								
Subasta de letras (a)	3 m	12,2	14,5	14,3	13,2	12,9	—	—
	6 m	—	14,0	13,9	13,1	12,7	—	—
	12 m	12,1	13,7	13,4	12,5	12,5	12,5	—
Subasta de bonos (a)	3 a	—	—	13,3	12,5	—	—	—
	5 a	—	—	13,0	12,3	—	—	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a	—	—	12,5	12,0	—	—	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d	12,6	15,1	14,4	14,8	14,3	16,9	16,3
	3 m	12,9	15,2	14,4	13,8	13,4	15,1	14,8
	6 m	12,9	14,8	14,1	13,4	13,2	13,9	13,8
Dobles con letras del Tesoro	1 d	11,7	14,2	14,1	14,1	13,4	15,1	15,4
	3 m	12,0	14,4	13,9	13,0	12,7	13,2	13,5
Dobles con pagarés del Tesoro	1 d	12,1	13,0	11,2	—	—	—	—
Letras del Tesoro a vencimiento	6-12 m	12,0	13,8	13,5	12,7	12,5	12,8	12,7
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a	10,2	10,3	10,6	—	—	—	—
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,2	10,3	10,4	—	—	—	—
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	15,8	16,7	16,5	—	—	—	—
<i>A interés variable mensualmente</i>		14,0	16,1	15,6	—	—	—	—
<i>Preferencial</i>	3 m	13,5	14,0	13,9	13,8	—	—	—
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a	15,4	16,5	16,4	—	—	—	—
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a o más	11,9	13,0	12,4	11,7	11,6	12,0	11,7
Obligaciones eléctricas	2 a o más	12,2	12,9	12,7	12,1	12,1	12,1	—

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4. Boletín Estadístico, capítulos XX a XXII.

la primera mitad de febrero, en una reducción de los diferenciales de los tipos de interés de la peseta frente a los del marco de 1,2 puntos porcentuales en el mercado interbancario a tres meses.

A partir del 17 de febrero, y hasta final de mes, tuvo lugar un nuevo período especulativo en contra de ciertas divisas del SME, que en este caso afectó, principalmente, a la peseta y al escudo portugués, y, en menor medida, al franco francés. En el caso de la peseta, cuya cotización se situó el día 23 en torno a su paridad central frente al marco, tuvo especial incidencia el anuncio de la tasa de paro del último trimestre de 1992, que vino a confirmar el debilitamiento del nivel de actividad de la economía española.

Con el fin de detener las presiones depreciatorias sobre la peseta, el Banco de España intervino en los mercados de cambios y provocó un sustancial aumento de los tipos de interés a corto plazo del mercado interbancario, a través de la elevación de los tipos

de intervención diarios. El efecto combinado de ambas acciones possibilitó que el 26 de febrero el tipo de cambio de la peseta se situase en un 1,3 % sobre su paridad central frente al marco.

Durante los primeros días de marzo, las divisas vinculadas al SME recuperaron cierta estabilidad relativa, interrumpida por ataques especulativos esporádicos en contra de algunas monedas, el escudo portugués y el franco francés principalmente, a la espera de que el Bundesbank procediera a un recorte de sus tipos oficiales. En este sentido, la disminución, el día 5 de marzo, en el tipo de los «repos» a 14 días, con que el Bundesbank suministra regularmente liquidez al sistema, y el acuerdo alcanzado sobre el «pacto de solidaridad» contribuyeron a aplacar las tensiones de los mercados cambiarios. No obstante, seguían manifestándose signos de inquietud, a consecuencia, principalmente, de las incertidumbres sobre el resultado de las elecciones francesas y sobre la bajada de los tipos alemanes de intervención. Esta situación incierta

Intervención del Banco de España

	1993		1992/1993		FEB 1993		
	FEB	DIC	ENE	FEB	1.ª dec	2.ª dec	3.ª dec
	Saldos						
Activos de caja	1.136	-473	-39	-5	-4	-1	15
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-6.253	-438	206	48	-90	51	-15
Otros factores	3.838	141	617	-192	-283	-352	-86
Sector exterior	5.906	324	388	-29	-62	-12	308
Crédito al sector público	1.422	-171	872	-477	-522	-337	86
Cartera de letras del Tesoro	6	-1	-8	-11	6	-1	2
Otros fondos públicos	340	3	-14	-37	-20	3	10
Certificados del BE (b)	-3.140	-1	—	-1	-1	—	—
Cuentas diversas (b)	-697	-13	-621	363	314	-5	-492
Operaciones con las instituciones financieras	3.551	-176	-861	139	370	300	116
Préstamos de regulación monetaria (c)	3.380	-176	-815	115	328	294	116
Cesiones temporales de activos monetarios (b)	-4	1	-37	35	43	7	-1
Otros	175	-1	-9	-11	—	—	—
NIVELES MEDIOS EN PORCENTAJES							
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario		0,038	0,030	0,028	0,024	0,026	0,035
Bancos		0,054	0,044	0,041	0,036	0,038	0,051
Cajas		0,020	0,014	0,014	0,011	0,013	0,017

Fuente: Banco de España.

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

(b) Aumento (-).

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. Boletín Estadístico, cuadros II.61 a II.64.

persistía tras el descenso finalmente acordado en los tipos de intervención alemanes el 18 de marzo, que sólo afectó al tipo de descuento, con una reducción de medio punto, vinculada, probablemente, a la propia magnitud de este descenso, inferior al esperado por los mercados, y a la conclusión definitiva del proceso electoral francés.

Fuera del SME, en febrero, el dólar se apreció un 1,7 % frente al marco, alza que refleja, principalmente, la buena acogida dispensada al programa de la nueva administración norteamericana. Esta evolución contrasta con la depreciación del 3,3 %, registrada por el dólar frente al yen japonés. La divisa nipona experimentó en febrero una fuerte apreciación —del 7 % con el marco alemán, con datos a fin de mes—, influida por las expectativas de que la reunión del G-7 (día 27) promoviera una apreciación del yen que limitase el fuerte superávit externo japonés. En los primeros días de marzo, el dólar se ha apreciado muy ligeramente, tanto frente al marco como frente al yen.

La evolución de los mercados monetarios y financieros tuvo un punto de inflexión muy marcado a mediados de febrero, momento en que se produjo la publicación de los datos de la Encuesta de Población

Activa y el resurgimiento de nuevas presiones depreciatorias sobre la peseta, que cambiaron la evolución de los tipos de interés españoles.

En la primera quincena de febrero, los sucesivos descensos en los tipos de intervención realizados por el Banco de España se reflejaron, casi de inmediato, en el mercado interbancario de depósitos, donde se produjeron caídas importantes en las rentabilidades negociadas en todos los plazos. La curva de rendimientos registró un movimiento descendente, generalizado a todos los plazos, aproximadamente de medio punto, de forma que, hacia mediados de mes, mostraba un perfil parecido al de finales de enero, con un máximo en las operaciones a un mes y una pendiente ligeramente negativa en los plazos superiores.

Esta misma tendencia se observó en el mercado secundario de deuda pública a medio y largo plazo. En la primera quincena de febrero, los descensos en las rentabilidades negociadas alcanzaron 0,45, 0,40 y 0,35 puntos porcentuales en los bonos a tres y cinco años, y en las obligaciones a diez años, alcanzando niveles inferiores, en torno a medio punto porcentual, respecto a los tipos marginales de la última subasta que el Tesoro había celebrado el 28 de enero.

Tipos de cambio (Ø)

	Situación en FEB 1993	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC de 1992		
		1992		1993	1992		1993
		DIC	ENE	FEB	DIC	ENE	FEB
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,64	-0,4	2,2	1,7	0,6	2,2	3,9
Yen	120,89	0,1	0,9	-3,3	-3,5	0,9	-2,5
Países desarrollados (b) (c)	67,64	0,3	1,7	0,5	5,0	1,7	2,2
CEE (b) (c)	67,12	—	2,2	3,1	6,4	2,2	5,4
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	66,66	—	2,2	3,1	6,4	2,2	5,4
De la peseta frente a:							
Dólar	117,50	0,8	-1,5	-2,5	-11,2	-1,5	-3,9
Franco suizo	77,34	0,1	2,6	0,2	-9,4	2,6	2,8
Marco	71,53	0,4	0,7	-0,8	-10,7	0,7	-0,1
Yen	97,26	0,9	-0,6	-5,8	-14,3	-0,6	-6,3
Libra esterlina	168,94	-0,7	-0,3	3,9	4,2	-0,3	3,6
Franco francés	21,12	1,3	—	-0,9	-10,8	—	-0,8
Países desarrollados (b) (c)	102,60	1,2	0,5	-0,6	-7,2	0,5	-0,1
CEE (b) (c)	96,79	1,0	0,8	0,3	-6,2	0,8	1,2
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	95,41	1,0	0,8	0,3	-6,1	0,8	1,2
Principales acreedores (d) (e)	102,51	0,6	—	-2,0	-10,8	—	-1,9
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	1,0	-9,2
Países desarrollados (b) (c)	123,05	1,5	0,9	-0,7	-5,1	0,9	0,2
CEE (b) (c)	116,09	1,4	1,3	0,2	-4,3	1,3	1,5
Sistema Monetario Europeo (b) (c)	117,00	1,4	1,3	0,2	-4,0	1,3	1,5

Fuente: Banco de España.

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: media 1985 = 100.

(d) Índice base: media 1980/1982 = 100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 6].

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 23 y 25. Boletín Estadístico, cuadros XXVI.41 a XXVI.46

A mediados de febrero, esta evolución a la baja de las rentabilidades se vio interrumpida por la reaparición de las presiones especulativas contra la peseta. Como resultado de las actuaciones emprendidas por el Banco de España, los tipos de interés del mercado interbancario de depósitos experimentaron un considerable movimiento al alza, especialmente acusado en los plazos más cortos. Ya en los primeros días de marzo, hubo un ligero descenso, aunque los niveles continuaron siendo elevados. Así, el incremento medio en los tipos de interés correspondientes a la primera decena de marzo en relación con los existentes a mediados de febrero fue inversamente proporcional al plazo de negociación: 2,95 puntos porcentuales en las operaciones a un día, y 2,90, 1,70, 0,85 y 0,40 en las correspondientes al plazo de uno, tres, seis y doce meses. Los niveles respectivos, en el momento de redactar este artículo, se sitúan en el 16,20 %, 16,45 %, 14,90 %, 13,80 % y 13,30 %, conformando una curva con pendiente negativa en todo el período.

El mercado secundario de deuda pública siguió una evolución similar, aunque el descenso de los tipos fue mucho más acusado en el mes de marzo; las rentabilidades que se negocian en la actualidad se sitúan por debajo de las que se registraban a mediados de febrero, en 0,06 puntos porcentuales para los bonos a tres años y en 0,20 puntos para los de cinco años y para las obligaciones.

La evolución de los mercados primarios de valores públicos, a lo largo de febrero, refleja, igualmente, el desarrollo de los acontecimientos cambiarios y las decisiones adoptadas en la instrumentación de la política monetaria. Así, la continuidad en la tendencia bajista de tipos propició un fuerte recorte en los tipos marginales de emisión de las letras del Tesoro en los veinte primeros días del mes, por importe de un punto porcentual, aproximadamente, en las letras a tres y seis meses, y de medio punto en las emitidas a un año, hasta situarse en niveles del 12,85 %, 12,74 % y

12,54 %, respectivamente. Estos descensos también afectaron a los tipos marginales de la deuda a medio y largo plazo emitida en febrero, correspondientes a la subasta del 28 de enero, y que fueron de 0,8, 0,7 y 0,6 puntos porcentuales para los bonos a tres y cinco años y para las obligaciones, respectivamente. No obstante este descenso generalizado en las rentabilidades, las expectativas bajistas en los tipos de interés en este período facilitaron un incremento en la colocación neta de valores públicos, fuera del Banco de España, de 463 mm, frente a una emisión neta negativa de 252 mm en enero. De dicha emisión neta, 537 mm correspondieron a bonos y obligaciones, 82 mm a las letras, y se registró una caída de 156 mm de los pagarés. La cartera de deuda a medio y largo plazo de los no residentes aumentó en 356 mm, lo que representó un 66 % de la emisión neta total.

Este panorama cambió, en la última parte de febrero, como consecuencia de la incertidumbre generada tras las nuevas presiones depreciatorias sobre la peseta. Así, en las dos subastas de letras a un año, celebradas los días 26 de febrero —en plena tensión de los mercados monetarios— y 12 de marzo, el Tesoro sólo colocó 430 mm, frente a unas amortizaciones de 1.107 mm, a pesar de repetir el tipo marginal. Por su parte, las subastas de letras a tres y seis meses del 5 de marzo se declararon desiertas. En la emisión de deuda a medio y largo plazo correspondiente a marzo (cuya fase de subasta se realizó el 25 de febrero), los tipos marginales quedaron prácticamente inalterados (12,50 % en los bonos a tres años, 12,24 % en los bonos a cinco años y 11,96 % en las obligaciones), guardando, en consecuencia, un nivel similar a los que estaban negociándose en los mercados secundarios. Esto posibilitó una colocación neta de 381 mm (279 mm en obligaciones), debida, en gran parte, a la notable demanda ejercida por los no

residentes, cuyas carteras se incrementaron en 353 mm en las dos primeras semanas de marzo. No obstante, debe señalarse que este aumento en las carteras de deuda pública en manos de los no residentes también refleja operaciones de lavado de cupón, por lo que puede revertirse parcialmente en los próximos días.

En todo caso, las escasas suscripciones de títulos públicos en la parte transcurrida de marzo han determinado un fuerte incremento del recurso del Tesoro al Banco de España, que hasta el día 11 ascendió a 548 mm.

En el transcurso del mes de febrero y de las dos primeras semanas de marzo, se ha reducido la actividad en el mercado de pagarés de empresa. En el segmento primario, los datos proporcionados por el mercado AIAF cifran las adjudicaciones brutas, en términos de medias semanales de enero, en 50 mm, las de febrero en unos 44 mm, y en torno a 23 mm en marzo. Por otro lado, la negociación secundaria en media semanal de febrero fue de unos 16 mm, similar a enero, frente a los 11 mm de marzo. Esa creciente atonía ha estado vinculada a la volatilidad experimentada por los tipos de interés de los mercados monetarios y a la elevación de su nivel. Así, mientras que en enero el tipo medio de adjudicación por subasta a tres meses estuvo en torno al 13,5 %, en la segunda semana de marzo ha sido del 14,7 %.

Los mercados secundarios de acciones mantuvieron el tono favorable de meses anteriores, con un aumento de la contratación en el sistema de interconexión bursátil de 6 mm. El índice general se incrementó en cerca del 3 % respecto a finales de enero, registrando niveles algo superiores al 240 en los primeros días de marzo.

23.3.1993.

CUADRO 6

Tipos de interés extranjeros (Ø)

	Medias mensuales			
	1991	1992	1993	
	DIC	DIC	ENE	FEB
EUROMERCADO A TRES MESES:				
Dólar	4,5	3,5	3,2	3,1
Franco suizo	7,9	6,1	5,5	5,3
Marcos	9,3	8,8	8,3	8,2
Yen	6,3	3,7	3,6	3,2
Franco francés	9,8	10,9	11,7	11,7
Libra esterlina	10,6	7,1	6,8	6,1
Ecu	10,4	10,6	9,9	9,5
Media ponderada (a)	7,4	6,9	6,4	6,3
Diferencial medio (b)	5,5	8,3	7,9	7,4

Fuente: Banco de España.

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

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

Encuesta de población activa en el cuarto trimestre de 1992

En el Boletín Económico del mes de diciembre, se analizaron los principales resultados de la Encuesta de Población Activa en el tercer trimestre de 1992, constatándose la incidencia sobre el empleo de la desaceleración de la tasa de actividad, que se había acentuado en la segunda mitad del año. El proceso de contracción del empleo comenzó en el sector industrial; los servicios, por su parte, aunque seguían creando empleo, como consecuencia del comportamiento del empleo público, denotaban ya en el tercer trimestre un importante deterioro en su capacidad para generar puestos de trabajo. Asimismo, se destacó, como una característica especialmente relevante, que el ajuste del empleo se estaba realizando, prioritariamente, a través de su componente fijo, pese a los mayores costes de ajuste derivados de los pagos por indemnizaciones.

Hasta el tercer trimestre del año pasado, por tanto, el proceso de caída del empleo se vio atenuado por el comportamiento del empleo temporal y del sector público. Los datos correspondientes al cuarto trimestre del año, facilitados por el Instituto Nacional de Estadística, muestran un importante deterioro en estos dos componentes, a la vez que se mantiene la pérdida de empleo fijo en el sector privado de la economía, siendo el resultado una caída del empleo total del 3,3 %, en términos interanuales, y del 1,9 %, en el promedio del año. En el último trimestre de 1992, se perdieron 267 mil puestos de trabajo, elevándose el ritmo de caída anual por encima de 400 mil empleos. El tipo de ajuste que se está llevando a cabo en las distintas ramas de actividad parece indicar que las empresas están optando, en primer lugar, por reducir el empleo fijo del colectivo con edad más avanzada y niveles de formación más bajos, utilizando, en gran parte, la vía de las jubilaciones anticipadas, y sólo cuando las necesidades de ajuste se intensifican se inicia un proceso de reducción del empleo temporal, afectando principalmente a los colectivos más jóvenes, a la vez que se mantiene la reducción de los empleos fijos.

En el promedio del año, las pérdidas de empleo tendieron a concentrarse en la mano de obra asalariada-

CUADRO 1

**Evolución del empleo
Variaciones interanuales**

En miles de personas

	I 90	II 90	III 90	IV 90	I 91	II 91	III 91	IV 91	I 92	II 92	III 92	IV 92
Población activa	290	245	154	114	8	15	108	81	81	134	44	68
Ocupados	478	362	230	212	98	66	20	-61	-131	-164	-265	-413
Asalariados	475	428	341	333	205	155	63	-26	-107	-241	-285	-425
<i>Fijos</i>	2	12	-22	-73	-64	-114	-108	-186	-217	-285	-346	-258
<i>Temporales</i>	473	416	362	405	270	268	171	160	110	44	61	-155
No asalariados	3	-65	-111	-121	-108	-89	-43	-35	-23	76	21	11
Parados	-188	-117	-77	-98	-90	-50	88	142	212	298	309	481
Tasa de paro	16,7	16,3	15,9	16,1	16,1	15,9	16,4	17,0	17,5	17,7	18,3	20,1
Tasa de actividad	49,4	49,3	49,4	49,3	49,1	49,0	49,3	49,1	48,8	48,9	49,0	48,9

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Evolución sectorial de los ocupados
Tasas de variación respecto al mismo trimestre del año anterior

	I 90	II 90	III 90	IV 90	I 91	II 91	III 91	IV 91	I 92	II 92	III 92	IV 92
Total	4,0	3,0	1,9	1,7	0,8	0,5	0,2	-0,5	-1,0	-1,3	-2,1	-3,3
Agricultura	-3,1	-6,6	-10,4	-8,1	-9,8	-8,2	-9,6	-10,3	-8,2	-8,6	-6,8	-3,5
Industria	4,6	3,7	2,2	0,7	-2,7	-3,2	-3,1	-2,7	-1,4	-1,2	-3,1	-6,2
Construcción	8,0	10,5	6,2	6,1	7,2	5,0	3,7	1,7	-3,9	-4,7	-7,4	-8,2
Servicios	4,8	3,7	3,9	3,6	3,7	3,3	3,0	2,1	1,1	0,7	0,1	-1,2
No agrícola	5,1	4,4	3,7	3,1	2,3	1,7	1,4	0,8	-0,1	-0,4	-1,5	-3,3

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

da (1) (2,8 %), mientras que los no asalariados crecieron ligeramente (0,7 %), rompiéndose la tendencia de años anteriores. Adicionalmente, las reducciones de empleo se concentraron íntegramente en el componente fijo (4,4 %), mientras que el empleo temporal agotó prácticamente su capacidad de generar puestos de trabajo netos (0,4 %). La caída del empleo fijo se pudo ver intensificada, en parte, por una menor conversión de empleos temporales en fijos, ante las incertidumbres asociadas a la evolución de la actividad. El sector público siguió creando empleo, cuando se comparan las medias anuales, aunque a un ritmo muy moderado (0,8 %), derivado de la pérdida de empleos temporales (3,9 %), mientras que el fijo siguió creciendo (1,8 %). Por tanto, las mayores pérdidas de empleo se situaron en el empleo asalariado fijo del sector privado (6,8 %), mientras que el temporal creció a una tasa del 1 %.

La información suministrada en el cuarto trimestre mostró, como ya se ha indicado, algunas variaciones importantes respecto a las tendencias generales que se observan para la media del año, que pueden estar marcando un cambio en la naturaleza del ajuste que había predominado hasta el tercer trimestre de 1992. El empleo asalariado disminuyó en 213 mil personas respecto al tercer trimestre, situándose en 424 mil la pérdida de empleo asalariado a lo largo del año, un 4,5 % en tasas interanuales. La caída de empleo asalariado en el cuarto trimestre, respecto al trimestre anterior, se distribuyó en 53 mil empleos fijos y 185 mil empleos temporales. En relación con el cuarto trimestre de 1991, la reducción de empleo fijo superó la cifra de 250 mil, mientras que la caída del empleo temporal fue algo mayor de 150 mil, siendo la primera vez, desde que se dispone de datos de empleo temporal, que se produce una caída en términos interanuales. Estos datos reflejan una leve moderación en

el ritmo de caída del empleo fijo (4,1 %), con respecto a la evolución de los trimestres anteriores y una importante aceleración en el ritmo de caída del empleo temporal (5 %), que, en parte, ha podido explicarse por la finalización de la Exposición Universal y de las Olimpiadas y por los empleos inducidos a partir de estos acontecimientos. En consecuencia, la *ratio* de temporalidad se redujo, por primera vez desde la introducción de las nuevas modalidades de contratación, en un punto porcentual, quedando situada en el 33 %.

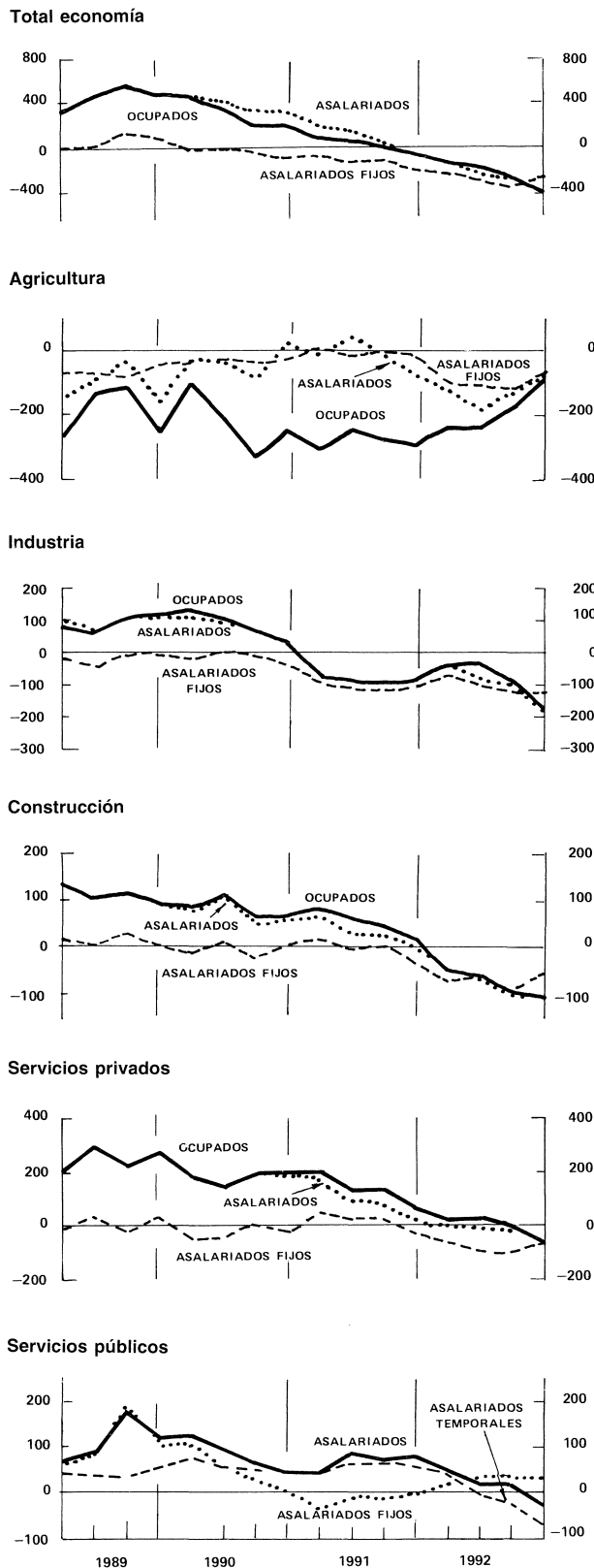
La distribución de la caída del empleo asalariado entre el componente público y el privado experimentó también un cambio importante. El empleo en el sector público se redujo en 50 mil personas, respecto al trimestre anterior, cifra que se elevó a 163 mil en el componente privado. Adicionalmente, el 80 % de la caída del empleo público vino explicado por el componente temporal, siendo éste otro factor adicional que contribuye a explicar la reducción de la *ratio* de temporalidad durante el cuarto trimestre de 1992.

El empleo agrícola experimentó, durante el cuarto trimestre, cierta mejoría respecto a meses anteriores, colocándose el ritmo interanual de caída del empleo en el 3,5 %. Por el contrario, fue el empleo industrial el que registró un ritmo de deterioro más intenso, reduciéndose a una tasa interanual del 6,2 % y que alcanzó el 7,7 % en el componente asalariado. Desde el tercer trimestre de 1991, la pérdida de empleo en el sector industrial se eleva a 290 mil personas, de las que cerca de 100 mil corresponden al cuarto trimestre de 1992. La aceleración del ajuste del empleo industrial durante el cuarto trimestre vino impulsada por el inicio de un proceso de pérdida de empleo temporal, que en términos interanuales se situó en el 9,1 %, mientras que el empleo fijo siguió reduciéndose a tasas cada vez más elevadas (7,1 %). De esta forma, la fuerte caída de empleo temporal no se tradujo en un aumento sustancial de la *ratio* de temporalidad. Por ramas de actividad, dentro de la industria, el ajuste del empleo fue generalizado, alcanzándose, durante el cuarto trimestre, tasas interanuales negativas en torno al 9 % en todas las ramas, excepto en la de metales. Cabe recordar que en esta última se inició, durante el transcurso de 1992, una recuperación del

(1) Los datos de asalariados del primer trimestre de 1992 presentan problemas, como consecuencia de un error en la asignación del empleo entre asalariados y no asalariados, que afecta también al empleo fijo. Para salvar este problema, se ha incorporado una corrección, basada en la estimación de modelos ARIMA, consistente en añadir 121 mil asalariados en el primer trimestre, que se deducen de los no asalariados, reduciéndose el ritmo de caída del empleo asalariado de un 3,2 %, antes de efectuar la corrección, a un 2,8 %. Dicha corrección se ha trasladado íntegramente al empleo asalariado fijo del sector privado.

GRÁFICO 1 empleo, impulsado por el componente temporal, que no parece consolidarse según los últimos datos conocidos.

Variaciones interanuales



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

El empleo en la construcción siguió cayendo a ritmos muy elevados (8,2 %), intensificándose en el componente asalariado (11 %). Frente a lo que venía ocurriendo en el resto del año, durante el cuarto trimestre se produjo una caída de la *ratio* de temporalidad, reflejando la intensificación en el ritmo de caída de empleo temporal (9,1 %), a la vez que se siguieron manteniendo elevadas reducciones del empleo fijo (13,5 %), aunque más moderadas que en trimestres anteriores. Por último, en los servicios privados se inició, durante el cuarto trimestre, un claro proceso de contracción del empleo (1,2 %), que hasta el momento había permanecido prácticamente estancado. El ajuste provino de caídas del empleo fijo (3,2 %), mientras que el componente temporal siguió creciendo (1,3 %), aunque a un ritmo sustancialmente menor, dando lugar a una leve reducción de la *ratio* de temporalidad, que quedó situada en el 39 %. La rama de transportes y comunicaciones fue la que experimentó un comportamiento más desfavorable, con una caída del empleo asalariado del 6,6 %, que vino impulsada por el desfavorable comportamiento del componente temporal (17,7 %).

Siguiendo la línea de los trimestres anteriores, las caídas del empleo se concentraron en los grupos extremos de edades —entre 16 y 25 años, y mayores de 55 años— y en la mano de obra masculina, aunque durante el cuarto trimestre tendió a intensificarse relativamente el deterioro del empleo juvenil, asociado quizá a la mayor pérdida de empleo temporal, y el empleo femenino empezó a caer. Adicionalmente, las mayores reducciones de empleo siguieron concentrándose en el colectivo con niveles de formación inferiores a la media, colectivo que representa un 45 % del total de los ocupados. No obstante, durante el cuarto trimestre se inició un proceso de pérdida de empleo en el colectivo con estudios superiores, quizá, en su mayor parte, mano de obra juvenil con contratos temporales. De esta forma, sólo en el colectivo con estudios medios, y especialmente con formación profesional, siguió creciendo el empleo.

Las características del colectivo más afectado por las reducciones de empleo están originando trasvases hacia la población inactiva, tanto a través de jubilaciones anticipadas como por la tendencia a prolongar los estudios por parte de los jóvenes que pierden su empleo, limitándose por esta vía los aumentos del paro. No obstante, ello no se está traduciendo en una reducción de la tasa de actividad a nivel global, ya que la población femenina, quizá impulsada por un comportamiento más favorable del empleo para su colectivo, sigue experimentando crecimientos de su tasa de actividad. En consecuencia, el desempleo aumentó, en el cuarto trimestre, en 258 mil personas

respecto al trimestre anterior y en 481 mil respecto al mismo período del año anterior, alcanzándose una tasa de paro del 20,1 %. Para la media del año, el aumento en el número de parados ascendió a 325 mil personas, frente a una pérdida de 243 mil empleos, situación explicada por un aumento de la población activa de 82 mil personas, inducida por el aumento de la población mayor de 16 años, mientras la tasa de actividad se mantuvo prácticamente constante (48,9 %). La tasa de desempleo para la media del año se colocó en el 18,4 %: dos puntos porcentuales más que la registrada el año anterior.

18.3.1993.

Evolución de los mercados de trabajo de la Comunidad Europea

1. INTRODUCCIÓN

La intensidad de la crisis económica registrada entre 1974 y 1982 afectó muy negativamente a la evolución general del empleo en los principales países industrializados y dejó un saldo de elevados niveles de paro en la gran mayoría de ellos. La recuperación del ritmo de crecimiento económico en dichos países, a partir de 1983, permitió, no obstante, una mejoría paulatina de los mercados de trabajo, que se prolongó hasta finales de la pasada década. De esta forma, aunque con un cierto retraso inicial respecto a Estados Unidos y Japón, las economías de los países miembros de la Comunidad Europea (CE) pudieron elevar progresivamente sus niveles de empleo y, a partir de 1986, registraron, de modo casi general, una disminución de sus tasas de paro a lo largo de un período que concluyó, aproximadamente, en 1991.

Sin embargo, y por lo que respecta a la CE en su conjunto, esta notable mejoría global de los mercados de trabajo vino acompañada (cuadro 1) por dos factores negativos que oscurecen, en buena medida, los resultados conseguidos. Por una parte, *el ritmo de crecimiento del empleo* en la CE entre 1985 y 1991 —pese a su importancia cuantitativa y al cambio de tendencia respecto al período 1974-1984— fue, todavía, inferior al registrado en las otras dos principales economías (Estados Unidos y Japón) en el mismo período. En segundo lugar —y a pesar de la caída continuada de las tasas de desempleo en la CE en la segunda mitad de los años ochenta—, los *niveles medios de paro* de la gran mayoría de los países comunitarios manifestaron la inercia de la negativa evolución precedente, lo que, unido a la presión derivada del rápido crecimiento de la población activa, situó la tasa media de desempleo comunitaria, en el período 1985-1991, por encima de la registrada en el decenio 1974-1984. Esto contrasta con la evolución de las tasas de paro de Estados Unidos y Japón, y pone de relieve, asimismo, un fenómeno muy preocupante de *persistencia de un importante volumen de desempleo de larga duración* en la CE, notablemente mayor que en las otras dos economías citadas (cuadro 2), que supone, en buena medida, una característica estructu-

CUADRO 1

Países industrializados. Crecimiento económico y evolución de los mercados de trabajo. 1974-1991 (a)

	PIB		Empleo		Tasa de paro	
	1974/ 1984	1985/ 1991	1974/ 1984	1985/ 1991	1974/ 1984	1985/ 1991
CE 12	1,9	2,8	-0,1	1,3	7,1	9,6
Estados Unidos	2,2	2,1	1,7	1,8	8,2	6,3
Japón	3,5	4,6	0,7	1,4	2,4	2,4

Fuente: European Economy, febrero 1993.

(a) Tasas de crecimiento anual del PIB y el empleo y tasa media de paro sobre la población activa.

CUADRO 2

Países industrializados. Paro de larga duración: total y por sexos. 1988-1991 (a)

	1988			1991		
	T	H	M	T	H	M
CE 12	52,1	51,7	52,5	45,8	43,4	48,1
Estados Unidos	7,4	9,4	5,1	6,3	7,6	4,7
Japón	20,2	24,0	14,1	17,9	22,0	11,5

Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo, y OCDE, Employment Outlook 1992.
T: Total. H: Hombres. M: Mujeres.

(a) Porcentaje de personas que declaran estar en desempleo por un período no inferior a 12 meses, sobre total de parados de los grupos respectivos.

ral específica de las economías de la Comunidad en su conjunto.

En última instancia, ambos factores indican ciertas características poco positivas del crecimiento económico europeo, y también la existencia de rasgos negativos en la estructura y evolución de los mercados de trabajo comunitarios. La explicación del primer punto requeriría, lógicamente, un análisis del proceso de desarrollo de las economías europeas, que reborda ampliamente los límites de esta nota. Asimismo, una valoración global de la evolución de los mercados de trabajo debería contemplar las tendencias de costes y salarios, así como la incidencia específica de las políticas laborales de los distintos países, para poder disponer de un cuadro explicativo más completo que el suministrado por las variaciones de la oferta y la demanda de trabajo, aspecto en el que se centra el contenido de este artículo. Sin embargo, sí pueden señalarse aquí algunos rasgos de la evolución de la actividad, el empleo y el paro en dichos mercados, que facilitan una aproximación a los problemas estructurales de los mismos. La propia comparación entre los países de la CE permite, además, mostrar diferencias entre los mercados de trabajo nacionales que matizan de modo importante la aparente homogeneidad comunitaria en este terreno.

Este artículo se centra en los puntos antes señalados, estudiando la evolución de los mercados de trabajo de la CE —en las vertientes de oferta y demanda de trabajo— en el período 1983-1991. Tras un primer apartado de análisis de características generales, se estudian a continuación, por este orden, la evolución de la actividad, el empleo y el paro, centrándose, en especial, en el período de mayor expansión de los mercados de trabajo (1986-1991), que permite, asimismo, una comparación más homogénea de las variables de todos los países que componen en la actualidad la Comunidad Europea. Finalmente, de forma sintética, se efectúa una consideración resumida de la evolución reciente, a partir de las estimaciones y previsiones ofrecidas por la Comisión de la CE para el período 1992-1993.

2. ASPECTOS GENERALES DE LA EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE TRABAJO DE LA CE EN EL PERÍODO 1983-1991

Tras la recesión de 1981-1982, a partir de 1983 las economías de la CE comenzaron a recuperar el ritmo de crecimiento económico, en un proceso paulatino de expansión, cuyo reflejo positivo en los mercados de trabajo se registró, de modo generalizado, en el período 1986-1991. Entre 1983 y 1986, la persistencia de los elevados niveles de desempleo anteriores y la continuidad de intensos procesos de ajuste en distintos países sólo permitió, en la mayoría de ellos, una modesta y paulatina mejoría de los mercados de trabajo. Esta situación dio paso, a partir de 1986, a una rápida expansión de la oferta y la demanda de trabajo y a un progresivo descenso de las tasas de paro, impulsados por un ritmo de crecimiento económico conjunto de la CE próximo al 3 % en promedio anual durante el período 1986-1991. Dicha tasa de crecimiento —aunque inferior a las registradas en las fases de expansión anteriores (1970-1973 y 1976-1979)— aprovechó la onda de la mejoría global de la economía mundial en el período 1984-1988 y se vio favorecida, también, por la reactivación del proceso de integración económica de la CE, tras la fase de estancamiento del mismo en el primer lustro de la pasada década.

Considerado globalmente, el período 1983-1991 representó, en este contexto, un notable cambio de tendencia para los mercados de trabajo de la CE respecto al decenio precedente.

El primer aspecto general destacable es el notable *crecimiento de la población activa* (cuadro 3), a una tasa media anual del 1,1 % (frente a un aumento respectivo del 0,8 % de la población total en edad laboral). Esto fue el resultado no sólo de factores demográficos (ligados a la evolución de las tasas de natalidad en el período 1965-1973) sino, especialmente, de la creciente incorporación de las mujeres al mercado laboral —al compás de la favorable coyuntura económica y de los cambios culturales—, que produjo una rápida e intensa *elevación de las tasas de actividad femenina*, así como un sustancial aumento de las tasas de empleo de dicho colectivo.

En segundo lugar, como consecuencia del rápido ritmo de crecimiento económico, la *tasa de crecimiento del empleo* en el conjunto de la CE aumentó progresivamente, hasta situarse el promedio anual en torno al 1,2 %, superior, por tanto, al crecimiento antes señalado de la población activa, que permitió, finalmente, una disminución paulatina de los niveles de paro entre 1986 y 1991. No obstante, la elevada magnitud de las tasas de desempleo en los primeros años de este período —todavía en 1986 la tasa media de paro de la CE se situaba en el 10,8 %— y el bajo —aunque creciente— ritmo de creación de em-

CUADRO 3

CE. Crecimiento económico y evolución de los mercados de trabajo. 1983-1991

	PIB (a)	A (b)	E (c)	P (d)	ISE (e)	TA (f)	TE (g)	TP (h)
CE 12	2,7	1,1	1,2	-0,4	9,7	53,9	48,6	9,8
Bélgica	2,6	0,4	1,1	-5,8	13,1	48,5	43,6	10,4
Dinamarca	2,2	1,0	1,1	0,2	8,5	66,3	61,1	7,5
Alemania, R.F.	3,0	1,2	1,5	-4,3	13,2	55,2	51,8	6,1
Grecia	2,0	0,3	0,3	0,1	2,4	49,8	46,0	7,6
España	3,6	1,5	1,7	0,4	11,9	46,9	37,9	18,9
Francia	2,4	0,6	0,4	2,4	1,6	55,6	50,3	9,6
Irlanda	4,2	0,3	0,2	1,1	-0,2	52,1	43,5	16,7
Italia	2,7	0,8	0,6	2,8	2,2	49,3	44,3	10,0
Luxemburgo	4,4	1,1	1,4	-10,8	12,7	50,6	49,4	2,4
Holanda	2,7	2,5	3,3	-3,4	26,0	53,1	48,0	9,7
Portugal	3,2	1,6	2,1	-5,8	18,7	57,4	54,2	6,7
Reino Unido	2,4	1,2	1,5	-2,1	13,0	60,4	54,5	9,7

Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo, y EUROSTAT.

- (a) PIB: Producto Interior Bruto a precios constantes, crecimiento anual medio en el período.
 (b) A: Población Activa, crecimiento anual medio en el período.
 (c) E: Empleo total, crecimiento anual medio en el período.
 (d) P: Paro (según definición normalizada de la OIT) crecimiento anual medio en el período.
 (e) ISE: Índice Sintético de Empleo.

$$ISE = \frac{(E_1 - E_0) - (D_1 - D_0)}{E_0} \times 100,$$

siendo: E_1 = empleo en el año final, E_0 = empleo en el año inicial, D_1 = Desempleo en el año final, D_0 = Desempleo en el año inicial.

- (f) TA: Tasa de actividad media (sobre la población de 14 años y más) en el período.
 (g) TE: Tasa de empleo media (sobre la población de 14 años y más) en el período.
 (h) TP: Tasa de paro media (sobre la población activa) en el período.

pleo entre 1983 y 1986 en el conjunto de la Comunidad facilitaron la persistencia de un amplio volumen de desempleo, de forma que la tasa media de paro de la CE se situó en un nivel próximo al 10 % para el conjunto del período 1983-1991. Sólo la aceleración del ritmo de crecimiento del empleo, a una tasa media del 1,5 % entre 1986 y 1991, permitió conseguir simultáneamente un rápido aumento de los niveles medios de ocupación y un descenso prácticamente generalizado de las tasas de paro nacionales al final

del período considerado (cuadro 4). Por último, aunque esta evolución ayudó, igualmente, a reducir los niveles medios de *paro de larga duración* (más de un año) a lo largo de dicho período, la existencia, a finales del mismo, de un porcentaje notablemente elevado de éste (sobre el total de parados) pone de manifiesto un fenómeno de rigidez a la baja de las tasas de paro en la gran mayoría de los países de la CE, no solventado por el ritmo de creación de empleo alcanzado entre 1983 y 1991.

CUADRO 4

CE. Comparación de tasas de actividad, empleo y paro. 1983-1991

	TA (a)		TE (b)		TP (c)	
	1983	1991	1983	1991	1983	1991
CE 12	53,4	54,6	48,2	49,9	9,9	8,8
Bélgica	49,7	48,5	43,9	45,1	12,5	7,5
Dinamarca	64,4	67,1	58,1	61,0	9,1	8,9
Alemania, R. F.	54,3	56,7	50,8	54,4	6,9	4,3
Grecia	51,0	47,4	47,0	43,8	7,8	7,7
España	47,3	47,2	37,5	39,7	17,8	16,3
Francia	56,4	54,5	51,9	49,5	8,2	9,5
Irlanda	53,6	51,9	45,7	43,7	15,2	16,2
Italia	49,3	49,9	45,0	44,8	8,7	10,2
Luxemburgo	49,3	51,2	47,7	50,5	3,5	1,6
Holanda	49,9	56,9	44,0	52,8	12,4	7,0
Portugal	56,0	59,5	53,8	57,2	8,1	4,0
Reino Unido	57,8	61,8	51,4	56,5	11,0	9,1

Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo, y EUROSTAT.

- (a) Activos/población de 14 años y más, en porcentaje.
 (b) Empleados/población de 14 años y más, en porcentaje.
 (c) Parados/activos, en porcentaje.

La evolución general señalada de los mercados de trabajo para el conjunto de la Comunidad encubre, no obstante, una notable heterogeneidad en cuanto a los resultados comparados de los distintos países, como consecuencia, lógicamente, tanto de la situación de partida de cada uno de ellos —en tasas de empleo y paro— en 1983 como del comportamiento de la oferta y la demanda de trabajo a lo largo del período considerado. En este sentido, y a efectos de una cierta caracterización tipológica por países, que tenga en cuenta, a la vez, la evolución y la situación media de cada país, parece conveniente considerar simultáneamente criterios de tipo dinámico (variación de niveles de empleo y paro) y de tipo estático (situaciones medias en término de ambas variables) durante el conjunto del período considerado.

Desde la perspectiva de la *creación de empleo neto*, la comparación por países para el conjunto del período 1983-1991, atendiendo simultáneamente al indicador sintético de empleo (ISE) y a la variación de la tasa de paro entre los años iniciales y finales del período (cuadros 3 y 4), permite destacar los resultados positivos —por este orden— de Holanda, Portugal, Alemania, Bélgica, Reino Unido, Luxemburgo y España, en tanto que las evoluciones más desfavorables correspondieron a Irlanda, Francia, Italia, Grecia y Dinamarca. Como puede verse, todos los países del primer grupo —con excepción de Reino Unido y Bélgica— registraron tasas de crecimiento económico iguales o superiores, en el conjunto de dicho período, a la media comunitaria, mientras que, con excepción de Irlanda e Italia, los países del segundo grupo registraron tasas de crecimiento inferiores a dicho promedio. Si se completa dicho criterio dinámico con el criterio estático representado por la consideración conjunta de *tasas medias de empleo y paro* superiores e

inferiores, respectivamente, a las medias correspondientes de la CE, se tendrá:

- Un primer grupo de países, con resultados favorables según ambos criterios: Alemania, Luxemburgo, Holanda, Portugal y Reino Unido.
- Un segundo grupo, con un buen comportamiento dinámico, pero desfavorablemente situado en términos de tasas medias: Bélgica y España.
- Un tercer grupo, que presentó, en general, malos resultados dinámicos, aunque su situación media fue ligeramente mejor que el conjunto de la CE: Francia y Dinamarca.
- Un último grupo, caracterizado globalmente por resultados negativos en ambos criterios: Irlanda, Italia y Grecia (aunque en este último caso la tasa media de paro fue ligeramente inferior al promedio de la CE).

3. EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO EN LAS ECONOMÍAS DE LA CE

Sobre la base de un crecimiento medio anual, en el conjunto de la CE, del 0,7 % para la población en edad laboral entre 1986 y 1991 (cuadro 5), el fuerte ritmo de aumento anual de la *población activa* (1 %) estuvo sensiblemente vinculado a la elevación de la tasa media de crecimiento económico (2,9 %) en dicho período, y, fundamentalmente, reflejó el notable incremento del nivel de actividad de la población femenina, a un ritmo anual medio (2 %) cinco veces superior al correspondiente de los varones (0,4 %); siendo esta última disparidad uno de los aspectos más generalizados y relevantes en la totalidad de los países. En conjunto (cuadro 6), se produjo un descenso

CUADRO 5

CE. Variaciones en los niveles de actividad y empleo, totales y por sexos. 1986-1991 (a)

	Población en edad laboral (b)			Actividad			Empleo		
	T	H	M	T	H	M	T	H	M
CE 12	0,7	0,8	0,6	1,0	0,4	2,0	1,5	0,9	2,5
Bélgica	0,3	0,3	0,3	0,1	-0,4	1,0	1,1	0,2	2,7
Dinamarca	0,5	0,4	0,5	0,6	0,4	0,9	-0,1	-0,4	0,4
Alemania, R.F.	0,7	1,0	0,4	1,5	1,1	2,1	2,0	1,5	2,8
Grecia	1,4	1,5	1,3	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1
España	1,2	1,3	1,2	1,8	0,4	4,6	3,1	2,2	5,1
Francia	0,9	1,0	0,9	0,3	-0,1	0,8	0,6	0,2	1,0
Irlanda	0,6	0,5	0,6	0,5	-0,2	1,9	1,1	0,3	2,7
Italia	0,5	0,5	0,6	0,7	0,2	1,7	0,8	0,2	2,0
Luxemburgo	1,3	1,5	1,3	1,5	1,2	2,2	1,7	1,4	2,3
Holanda	0,8	0,7	0,9	3,3	1,7	6,2	3,9	2,4	6,6
Portugal	1,1	1,0	1,2	1,7	0,8	3,0	2,8	1,7	4,3
Reino Unido	0,2	0,2	0,2	0,8	0,3	1,5	1,5	0,9	2,2

Fuente: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo.

- Tasas de crecimiento medio anual en el período.
- Población de 14 años y más.

CUADRO 6

CE. Tasas de actividad y empleo totales. 1986-1991

	TA (a)		TE (b)	
	1986	1991	1986	1991
CE 12	53,7	54,6	47,9	49,9
Bélgica	48,9	48,5	43,4	45,1
Dinamarca	66,7	67,1	62,7	61,0
Alemania, R.F.	54,6	56,7	51,0	54,4
Grecia	50,1	47,4	46,4	43,8
España	46,0	47,2	36,2	39,7
Francia	56,2	54,5	50,5	49,5
Irlanda	52,0	51,9	42,6	43,7
Italia	49,6	49,9	44,3	44,8
Luxemburgo	50,9	51,2	49,6	50,5
Holanda	50,4	56,9	45,3	52,8
Portugal	57,8	59,5	52,7	57,2
Reino Unido	60,0	61,8	53,1	56,5

Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo, y EUROSTAT.

(a) Activos/población de 14 años y más, en porcentaje.

(b) Empleados/población de 14 años y más, en porcentaje.

de la tasa media de actividad general en cuatro países (Bélgica, Grecia, Francia e Irlanda), de forma que los dos primeros, junto con España e Italia, registraban todavía en 1991 tasas de actividad inferiores al 50 %, sensiblemente baja en relación al conjunto de los países industrializados. En el caso de los varones, destaca, ciertamente, el bajo ritmo de crecimiento de su nivel de actividad en la mayoría de los países (con excepción de Holanda, Alemania, Luxemburgo y Portugal) e incluso la caída de dicho nivel en otros (Bélgica, Francia e Irlanda); evolución aparentemente no correlacionada con la de la población masculina en edad laboral de dichos países. Este fenómeno, que apunta un cierto crecimiento de la inactividad económica de los varones (ligada probablemente al desánimo laboral ante la falta de empleo, en algunos casos, y, también, a la anticipación de la edad efectiva de ju-

bilación de distintos grupos de trabajadores), afectó especialmente a Grecia, España, Francia, Irlanda, Bélgica e Italia (cuadro 7), países que registraron los mayores descensos de las tasas de actividad masculina entre 1986 y 1991.

El *empleo total* creció a un ritmo del 1,5 % en el conjunto de la CE (cuadro 5) en el período 1986-1991, con más intensidad que la población activa, correspondiendo las mayores tasas de aumento a Holanda, España, Portugal, Alemania y Luxemburgo: todos ellos coincidentes en los ritmos más elevados de crecimiento de la actividad, lo que subraya nuevamente la tendencia general paralela de ambas evoluciones, inducida por la elevación de las tasas de crecimiento económico. Sin embargo, y a pesar del aumento casi generalizado de las tasas de empleo (con las excepciones de Grecia, Dinamarca y Francia), el bajo nivel de dicha tasa —inferior al 50 %— destacó, todavía en 1991, en varios países: España, Irlanda, Grecia, Italia, Bélgica y Francia (cuadro 6). En todos ellos, esta situación está ligada fuertemente a la baja tasa de empleo femenino, que no llega al 30 % en el caso de los cuatro primeros citados (cuadro 7).

La evolución del *empleo por grandes sectores económicos* (cuadro 8) evidenció, en conjunto, una notable homogeneidad, en cuanto a las tendencias generales, en la gran mayoría de los países: caída neta —e intensa— de empleo en el sector agrícola, disminución paulatina del peso del empleo industrial sobre la ocupación total, y aumento sustancial del volumen y peso del empleo en los servicios. Por lo que respecta al primero de ellos, el ritmo de destrucción de empleo agrícola fue más intenso en España, Alemania, Italia, Francia, Grecia e Irlanda; no obstante, en 1991, cuatro países (Grecia, Portugal, Irlanda y España) mantenían todavía una proporción del empleo agrícola sobre la ocupación total superior al 10 %,

CUADRO 7

CE. Tasas de actividad por sexos y principales grupos de edad. 1986-1991

	1986		1991		14-24	25-49	50-64
	H	M	H	M			
CE 12	68,7	39,9	67,5	42,6	48,0	80,6	50,2
Bélgica	62,5	36,3	60,4	37,5	33,4	81,5	33,2
Dinamarca	73,6	60,1	73,4	61,1	68,9	91,7	67,2
Alemania, R.F.	69,9	41,0	70,1	44,4	53,9	80,9	55,7
Grecia	67,8	34,0	63,5	32,6	35,1	73,0	46,3
España	66,6	27,1	63,8	31,9	41,0	73,0	45,3
Francia	67,3	46,2	63,7	46,2	36,8	85,7	46,6
Irlanda	71,2	32,9	68,8	35,1	44,3	72,0	49,2
Italia	66,8	33,5	65,5	35,5	42,4	75,8	43,0
Luxemburgo	68,7	34,3	67,9	35,5	49,5	76,3	35,3
Holanda	66,6	34,5	70,0	44,3	56,5	79,0	41,4
Portugal	72,2	45,0	71,3	49,1	52,2	84,4	57,1
Reino Unido	72,5	48,4	72,7	51,6	64,9	84,7	62,0

Fuente: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo.

CE. Empleo por sectores: estructura en 1991 y variación. 1983-1991 (a)

	A		I-C		C		S	
	1991	Variación sobre 1983	1991	Variación sobre 1983	1991	Variación sobre 1983	1991	Variación sobre 1983
CE 12	6,3	-2,9	25,0	-2,4	7,8	-0,4	60,6	5,4
Bélgica	2,7	-0,7	24,2	-3,2	6,3	0,2	66,8	3,6
Dinamarca	5,7	-1,7	21,1	-0,1	6,3	-0,3	66,3	1,9
Alemania, R.F.	3,5	-2,2	33,3	-0,2	6,8	-0,9	56,4	3,3
Grecia	22,2	-7,8	18,9	-0,4	6,8	-1,0	52,1	9,2
España	10,9	-7,4	22,9	-2,4	10,1	1,5	56,1	8,3
Francia	6,0	-2,4	22,3	-3,0	7,7	-0,3	63,7	5,4
Irlanda	13,9	-3,6	21,4	-0,4	7,5	-1,3	56,8	4,9
Italia	8,5	-3,5	23,2	-2,7	10,0	-0,1	59,3	7,3
Luxemburgo	3,7	-1,2	19,8	-3,0	9,2	-0,4	67,9	5,2
Holanda	4,4	-1,2	18,8	-2,6	6,6	-1,0	69,6	4,1
Portugal	17,4	-6,0	25,8	-2,0	8,2	-0,4	48,5	8,4
Reino Unido	2,3	-0,2	23,5	-4,7	7,4	-0,3	65,9	4,3

Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo y OCDE, «Quarterly Labour Force Statistics».

A: Agricultura. I: Industria. C: Construcción. S: Servicios.

(a) Sobre el empleo total, en porcentaje. Las variaciones son las diferencias con los porcentajes respectivos de 1983.

más del doble de la media de los restantes países. El nivel de empleo en el conjunto de la industria para el total de la CE tendió a estabilizarse; si se excluye la construcción, creció moderadamente en Holanda, Alemania, Dinamarca, Portugal y España, disminuyendo, en cambio, de forma sensible, en Francia, Italia, Reino Unido y Bélgica. El empleo en la construcción creció, en general, muy moderadamente, lo que permitió un descenso, también moderado, del peso de este sector en la ocupación total en la gran mayoría de países. Destaca, no obstante, en sentido contrario a esta tendencia, el fuerte ritmo de aumento (3,8 %) registrado por la ocupación en este sector, en el caso de España. Finalmente, confirmando la tendencia general a la «terciarización» de las actividades económicas, el sector servicios —en su conjunto, más intensivo en mano de obra— ha constituido, lógicamente, la fuente básica de creación del empleo en todos los países. El ritmo de expansión fue especialmente intenso, respecto al aumento medio de la CE, en Portugal, Holanda, España, Grecia y Reino Unido. De esta forma, el empleo en los servicios alcanzó en 1991 un peso superior al 60 % del empleo total de la CE (con un aumento de cinco puntos porcentuales respecto a 1983); aunque Portugal, España, Grecia, Alemania e Irlanda mantenían en 1991 un porcentaje de empleo en las actividades de servicios sensiblemente inferior a las restantes economías comunitarias.

Por lo que se refiere a la distribución del *empleo total según status profesional*, la tasa de asalarización (porcentaje de empleo asalariado sobre el total) media de la CE aumentó ligeramente entre 1986 y 1991, situándose en un 81,6 % en el último año citado. La evolución por países señala también la coincidencia en esta tendencia general. No obstante, la comparación más detallada entre ellos permite destacar un

grupo de países (Grecia, Portugal, España, Italia e Irlanda) con tasas de asalarización sensiblemente inferiores todavía en 1991 al promedio comunitario: situación ligada, en general, al elevado peso relativo del empleo en el sector agrícola —caracterizado por altos porcentajes de empleadores y empresarios independientes, respecto a los restantes sectores económicos— en todos ellos.

Finalmente, dos rasgos interesantes en cuanto a la caracterización general del empleo son los relativos a la dimensión del empleo a tiempo parcial y del empleo temporal. El *empleo a tiempo parcial* (cuadro 9) suponía, en 1991, algo menos del 14 % de la ocupación total en la CE; se trata, en general, de un rasgo específico de los países más desarrollados —Holanda, Dinamarca, Reino Unido, Alemania y, en menor medida, Francia—, ligado en buena medida a las altas tasas de actividad y empleo de las mujeres, y que afecta fundamentalmente al empleo femenino (28,6 % de empleo parcial, frente al 4 % en el caso de los varones, para el conjunto de la CE en 1991). Grecia, España, Italia, Portugal e Irlanda son los países en los que este tipo de contratos laborales está menos desarrollado, habiéndose registrado incluso —de forma llamativa— un cierto retroceso del porcentaje de esta modalidad de empleo sobre el conjunto de la ocupación en los tres primeros de dicho grupo. Por lo demás, el empleo a tiempo parcial está notablemente más concentrado, por sectores económicos, en los servicios (18 % para la media de la CE) y la agricultura (14 %) que en la industria (5 %), lo que es congruente con el mayor peso relativo del empleo femenino en los dos primeros sectores. En cuanto al *empleo asalariado temporal* —contratos de duración determinada—, constituye una modalidad de importancia más bien limitada en el conjunto de la CE, puesto

CE. Empleo a tiempo completo y a tiempo parcial, y empleo asalariado indefinido y temporal. 1987-1991 (a)

	Participación sobre empleo total (%)							
	Indefinido (b)		Temporal (b)		ATC		ATP	
	1987	1991	1987	1991	1987	1991	1987	1991
CE 12	91,0	89,8	9,0	10,2	86,9	86,2	13,1	13,8
Bélgica	94,4	94,9	5,6	5,1	90,1	88,2	9,9	11,8
Dinamarca	88,9	88,1	11,1	11,9	75,7	76,9	24,3	23,1
Alemania, R.F.	83,3	88,5	11,5	9,3	87,3	84,5	12,7	15,5
Grecia	83,4	85,3	16,6	14,7	94,5	96,2	5,5	3,8
España	84,4	67,8	15,6	32,2	94,2	96,5	5,8	4,7
Francia	92,9	89,9	7,1	10,1	88,2	87,9	11,8	12,1
Irlanda	91,4	91,7	8,6	8,3	92,8	91,6	7,2	8,4
Italia	94,6	94,6	5,4	5,4	94,4	94,5	5,6	5,5
Luxemburgo	96,5	96,8	3,5	3,2	92,8	92,6	7,2	7,4
Holanda	90,6	92,3	9,4	7,7	70,5	67,3	29,5	32,7
Portugal	83,1	83,5	16,9	16,5	93,7	93,0	6,3	7,0
Reino Unido	93,8	94,7	6,2	5,3	78,0	77,8	22,0	21,9

Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo, y EUROSTAT.

(a) Contratos de trabajo de duración indeterminada y de duración determinada. No hay datos completos para la CE con anterioridad a 1987.

(b) Participación sobre el empleo asalariado total.

ATC: Empleo a tiempo completo. ATP: Empleo a tiempo parcial

que apenas sobrepasa el 10 % del total de los asalariados. Sin embargo, tiene una dimensión notable en el caso de España y, en menor medida, en Portugal, Grecia, Dinamarca y Francia. Especialmente, en España dicha modalidad de contratación registró un intenso crecimiento entre 1986 y 1991, de forma que el elevado ritmo de creación de empleo total se basó, fundamentalmente, durante el período considerado, en la expansión de los contratos temporales, que han sustituido asimismo a una cierta proporción de empleo no temporal. El empleo temporal representa, así, en el mercado de trabajo español, casi la tercera parte del empleo asalariado total en el último año citado. Ello denota un importante grado de precariedad potencial de empleo y, al propio tiempo, es indicativo, especialmente, de la existencia de una situación de fuerte segmentación —entre empleo temporal y no temporal— en la contratación laboral, en el caso de España, respecto a las restantes economías comunitarias.

4. EL DESEMPLEO EN LA CE

Como se ha señalado, la dinámica de creación de empleo en el conjunto de la CE permitió un *descenso general de las tasas de paro* a partir de 1986, situándose la tasa media de la CE en el 8,8 % en 1991. Sin embargo, la persistencia de elevados niveles de desempleo en la mayoría de los países fue —como se ha apuntado ya— un fenómeno importante y relativamente generalizado. Destacaron, en este sentido, las muy elevadas tasas de desempleo, todavía en 1991, de España, Irlanda, Italia, Francia, Reino Unido y Dinamarca, todas ellas por encima de la media comunitaria; en especial, las correspondientes a los dos pri-

meros países, que duplican la media de la CE. Por el contrario, Luxemburgo, Portugal y Alemania registraron las tasas de paro más reducidas, inferiores a la mitad del promedio comunitario. En general, hay que señalar que las tasas de paro nacionales estuvieron fuertemente influenciadas por el nivel de desempleo del colectivo femenino (cuadro 10). El intenso proceso de incorporación de la mujer a la actividad laboral durante el período 1983-1991 desbordó, en distintos países, la rápida elevación del empleo de dicho colectivo, de forma que las tasas respectivas de paro en 1991 fueron sensiblemente superiores a las registradas en 1983 en los países antes señalados con mayor tasa total de paro (con las excepciones de Reino Unido y Dinamarca) y en Grecia; en los siete restantes se registró, en cambio, una disminución de la tasa de paro femenino.

El desempleo afectó, asimismo, de forma muy desigual a los distintos grupos de población laboral según edad, confirmando una vez más el carácter eminentemente selectivo de dicho fenómeno. Así, en 1991, la tasa de paro juvenil de la CE, en su conjunto, se elevó al 17 %, más del doble de la correspondiente a los restantes grupos. España, Italia, Grecia, Irlanda y Francia presentan, por este orden, las tasas nacionales más elevadas —tanto para hombres como para mujeres—, notablemente superiores a la media comunitaria. En los restantes grupos de edad, y especialmente en el correspondiente a los 25-49 años, las altas tasas de paro femeninas en los países antes citados —excepto Grecia— definen la mayor incidencia general del desempleo, en comparación con las restantes economías (aunque las tasas de Dinamarca y Reino Unido fueron superior e igual, respectivamente).

CE. Tasas de paro por sexos y principales grupos de edad. 1991

	T			H			M		
	14-24	25-49	50-64	14-24	25-49	50-64	14-24	25-49	50-64
CE 12	17,0	7,3	5,4	15,6	5,7	5,2	18,7	9,6	5,9
Bélgica	14,0	6,6	3,1	11,1	4,1	2,5	17,1	10,2	4,6
Dinamarca	11,5	8,9	7,9	10,7	8,1	7,2	12,3	9,7	8,8
Alemania, R.F.	3,7	3,9	5,0	3,7	3,3	4,3	3,6	4,8	6,1
Grecia	24,6	6,2	2,3	17,1	3,9	1,8	33,5	10,2	3,5
España	30,5	13,9	8,5	25,2	9,8	8,3	37,1	21,4	8,8
Francia	19,8	7,9	6,7	17,0	6,0	5,7	22,6	10,3	8,0
Irlanda	23,2	15,0	10,6	24,8	14,6	10,4	21,1	15,7	11,1
Italia	28,2	7,7	2,1	23,9	4,5	1,8	33,6	12,9	3,0
Luxemburgo	2,6	1,4	—	—	1,0	—	—	2,1	—
Holanda	11,3	6,6	5,6	10,4	4,7	4,7	12,2	9,6	7,5
Portugal	8,7	3,4	1,8	6,2	2,0	1,6	11,8	5,0	2,2
Reino Unido	13,9	7,3	7,2	15,9	7,8	8,6	11,4	6,7	5,2

Fuente: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo.

te, a la media de la CE), destacando las elevadas tasas correspondientes a Irlanda y España.

Una característica particularmente negativa del fenómeno del desempleo en la CE es la existencia de niveles elevados de *paro de larga duración* (más de 1 año), que superan notablemente —en porcentaje del desempleo total— los de los restantes principales países industrializados. Aunque este fenómeno tendió a moderarse en la mayoría de los países entre 1988 y 1991, dada la favorable evolución del empleo en dichos años, todavía en 1991 casi el 46 % del total de parados de la CE estaban en esta situación (cuadro 11), que parece señalar un cierto «bloqueo» o rigidez del mercado de trabajo en un período de notable expansión del empleo. Es significativo, en especial, el alto porcentaje de paro de larga duración en Italia, Bélgica, Irlanda, España y Grecia, por encima de la

media comunitaria. El Reino Unido, Luxemburgo y Dinamarca, en cambio, registraron porcentajes comparativamente reducidos, del orden del 50 % de los respectivos del grupo de países antes citados; ello indica, presumiblemente, una fluidez de funcionamiento del mercado de trabajo sensiblemente mayor que en los restantes países de la CE.

Asimismo, se registra una mayor incidencia relativa del paro de larga duración en el caso de los mayores de 25 años que en el de los jóvenes de edades comprendidas entre los 14 y los 24, y, sobre todo, una mayor importancia en el colectivo de las mujeres que en el de los varones, en la mayoría de los países. Las principales excepciones, en este caso, son Reino Unido, Luxemburgo y Holanda, en los que el paro de larga duración masculino —situado además en niveles claramente inferiores a la mayoría de los restantes

CE. Paro de larga duración total y por sexos. 1988-1991 (a)

	1988			1991		
	T	H	M	T	H	M
CE 12	52,1	51,7	52,5	45,8	43,4	48,1
Bélgica	75,6	73,0	77,5	61,6	57,4	64,3
Dinamarca	22,9	20,6	25,0	31,2	27,9	34,2
Alemania, R.F.	45,6	46,7	44,6	45,5	48,9	42,0
Grecia	45,9	35,3	53,0	47,0	37,0	53,7
España	57,4	50,4	64,9	49,1	40,5	57,3
Francia	44,6	42,0	46,7	38,7	35,7	40,9
Irlanda	63,3	67,6	54,9	60,3	61,8	52,1
Italia	67,5	67,2	67,8	67,1	65,4	68,2
Luxemburgo	31,1	35,5	27,1	28,2	36,3	20,4
Holanda	46,8	51,7	42,3	43,0	50,3	36,7
Portugal	47,2	42,2	50,8	38,3	33,3	41,3
Reino Unido	42,2	51,7	28,4	28,1	32,2	21,1

Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo, y EUROSTAT.

(a) Porcentaje de personas que declaran estar en desempleo por un período no inferior a doce meses, sobre el total de parados respectivos de cada grupo.

países— era, en 1991, mayor, en términos relativos, que el femenino. De esta forma, junto al caso de los varones mayores de 25 años en Italia, Irlanda, Bélgica y Holanda, la mayor incidencia del paro de larga duración, en el conjunto de la Comunidad Europea, corresponde al grupo de mujeres mayores de 25 años de Italia, Bélgica, España, Irlanda y Grecia, con porcentajes superiores al 50 % del desempleo total de los grupos respectivos de dichos países, precisamente aquellos que registraban, a nivel comunitario, las tasas de paro femenino más elevadas en 1991.

La relación de los datos del paro de larga duración con las restantes principales variables de los mercados de trabajo permite detectar, en la mayoría de los casos, ciertos factores explicativos de dicho fenómeno; aunque parece cierto, asimismo, que otros elementos causales radican en aspectos menos explícitos —difíciles de captar al nivel de los grandes agregados nacionales de oferta y demanda de trabajo— de la estructura económica y social de los países afectados. A tenor de los datos señalados para las economías de la CE, se constata una lógica relación positiva, en la mayoría de ellos, entre las tasas medias de desempleo a lo largo del período 1983-1991 y los porcentajes de paro de larga duración en los años finales de dicho período. Así, los cuatro países con mayores tasas medias de desempleo (España, Irlanda, Bélgica e Italia) registraron —aunque no exacta-

mente por este orden— los mayores porcentajes de paro de larga duración entre 1988 y 1991; e, inversamente —si exceptuamos a Alemania—, los tres países con menores tasas medias de paro (Luxemburgo, Portugal y Dinamarca) registraron asimismo la menor incidencia (aparte del caso del Reino Unido). Prácticamente, la misma conexión se constata —aunque la relación es, en este caso, de signo lógicamente opuesto— entre las menores (mayores) tasas medias de empleo nacionales en el período considerado y los mayores (menores) porcentajes de paro de larga duración al final de dicho período. En síntesis, cabe concluir que una parte sustancial de la explicación de la alta incidencia del paro de larga duración, en los países más afectados, parece radicar en los factores de inercia de los niveles de desempleo de las economías respectivas y en las bajas tasas medias de empleo de la mayoría de dichos países, a lo largo del período 1983-1991.

5. EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS EN 1992-1993

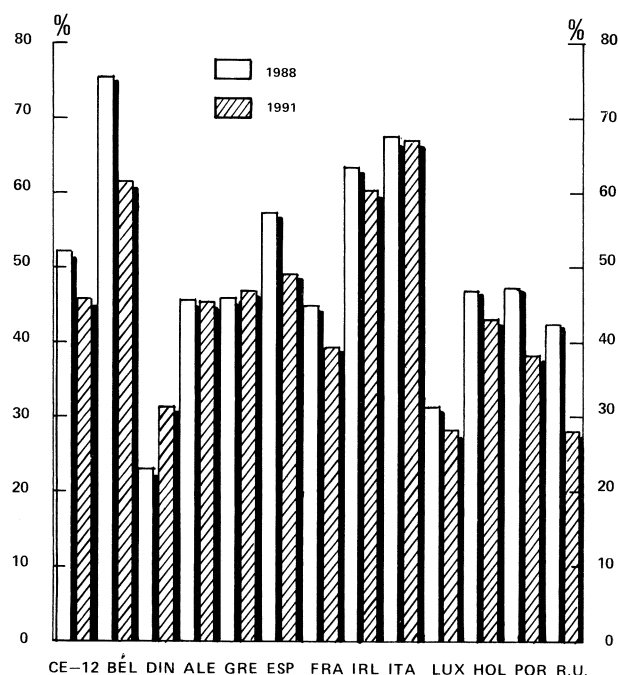
La desaceleración paulatina del ritmo de crecimiento económico en los países miembros de la CE entre 1989 y 1991 representó el final de la larga fase expansiva de dichas economías, iniciada en el año 1983, dando paso a una tasa de crecimiento del orden del 1 % en 1992, que —de acuerdo con las previsiones más recientes de la Comisión de la CE— se reducirá hasta un 0,7 % en 1993, en un contexto marcadamente recesivo en la mayoría de los países del área (cuadro 12).

Esta desfavorable evolución general se tradujo, en 1992, en una caída media del 0,5 % del nivel de empleo en el conjunto de la CE, que se intensificará, previsiblemente, hasta un 0,8 % en el año actual. Dichos descensos dan lugar a sucesivas elevaciones de las tasas de paro, hasta un nivel ligeramente inferior al 11 % en 1993, configurando así un empeoramiento sustancial de los mercados de trabajo de la mayoría de los países. De acuerdo con estas previsiones, la destrucción de empleo neto —medida a través del ISE (Índice Sintético de Empleo)— en el conjunto de la CE en el período 1992-1993 será del orden del 3,4 % respecto al nivel de empleo existente en 1991. Esto supone —en la hipótesis de no alteración sustancial de las tasas de actividad— que el año 1993 se cerrará con una reducción no inferior a 1,7 millones de puestos de trabajo respecto al nivel de ocupación de 1991, en el conjunto de la CE, y un incremento del paro ligeramente superior a 2,7 millones de personas, en el mismo período. De acuerdo, por tanto, con estas previsiones, la cifra de desempleo en el conjunto de la CE será del orden de 15,6 millones de personas en 1993.

Dentro del clima general de deterioro de los mercados de trabajo, hay que señalar, no obstante, la evolución diferenciada por países, en función, básica-

GRÁFICO 1

CE. Evolución del paro de larga duración 1988-1991 (a)



Fuentes: CE, Encuesta de las Fuerzas de Trabajo, y EUROSTAT.

(a) Porcentaje de parados que declaran un período de desempleo no inferior a doce meses, sobre el total de personas en desempleo.

CE. Crecimiento económico y evolución de los mercados de trabajo. 1992-1993 (a)

	PIB (b)		Empleo (c)		Tasa de paro (d)		ISE (e)		
	1992	1993 (p)	1992	1993 (p)	1992	1993 (p)	1992	1993 (p)	1992-93 (p)
CE 12	1,1	0,7	-0,5	-0,8	9,5	10,6	-1,41	-2,06	-3,36
Bélgica	1,0	0,5	-0,7	-0,7	8,2	9,3	-1,45	-1,97	-3,40
Dinamarca	1,5	1,8	-0,7	0,1	9,5	9,5	-1,43	0,15	-1,28
Alemania, R.F.	1,5	-0,5	0,5	-1,0	4,5	6,0	0,26	-2,60	-2,36
Grecia	1,5	1,6	-0,5	-0,1	7,7	8,5	-0,44	-1,05	-1,49
España	1,2	1,0	-1,9	-1,6	18,4	19,5	-4,55	-2,88	-7,38
Francia	1,9	1,0	-0,2	-0,3	10,1	10,8	-0,91	-1,14	-2,06
Irlanda	2,9	2,1	0,1	0,1	17,8	19,2	-2,29	-2,03	-4,32
Italia	1,1	0,8	0,1	0,0	10,2	10,6	0,09	-0,50	-0,41
Luxemburgo	2,2	2,0	1,5	1,5	1,9	2,0	1,20	1,19	2,41
Holanda	1,3	0,6	0,4	-0,4	6,7	7,6	0,71	-1,41	-0,70
Portugal	1,7	1,3	-0,2	-0,5	4,8	5,4	-1,06	-1,15	-2,21
Reino Unido	-0,9	1,4	-2,3	-1,7	10,8	12,3	-4,12	-3,38	-7,42

Fuente: CE, European Economy.

- (a) Estimaciones para 1992 y previsiones para 1993.
(b) Variación en volumen, en porcentaje.
(c) Variación de niveles, en porcentaje.
(d) Sobre la población activa, en porcentaje.
(e) Índice sintético de empleo.

mente, del ritmo de crecimiento económico en cada uno de ellos y de las evoluciones respectivas de los niveles de empleo nacionales. Atendiendo nuevamente al criterio dinámico —ISE y variación de la tasa de paro—, puede verse que las evoluciones más desfavorables, para el conjunto de 1992-1993, corresponderían, según estas previsiones, a: Reino Unido, España, Irlanda, Bélgica y Alemania. De los restantes países solamente Luxemburgo presenta una evolución positiva. De acuerdo a los supuestos antes señalados, las tasas de paro previstas en 1993 serían iguales o superiores al promedio comunitario en los casos de España, Irlanda, Reino Unido, Francia e Italia; los tres primeros coincidentes, además, con los peores resultados de dinámica de creación de empleo. España e Irlanda, con tasas de paro próximas al 20 %, duplican la tasa media de la CE; en tanto que Luxemburgo, Portugal, Alemania y Holanda —pese a ver incrementadas en 1993 sus tasas de desempleo respecto a 1992— siguen presentando las situaciones menos desfavorables, en términos relativos, respecto a la media comunitaria.

18.3.1993.

Las técnicas de instrumentación monetaria en España

Este artículo ha sido elaborado por Beatriz Sanz, del Servicio de Estudios, y Miguel Val, de la Oficina de Operaciones (1).

1. INTRODUCCIÓN

La eficacia de los instrumentos de la política monetaria viene determinada, fundamentalmente, por su facultad para difundir con claridad las señales que las autoridades desean impartir y por su capacidad para transmitir a los mercados financieros los impulsos expansivos o restrictivos decididos. Y todo ello, sin suscitar perturbaciones bruscas y frecuentes en los mercados monetarios.

Sin embargo, la selección de un conjunto de instrumentos con estas propiedades no es independiente del contexto en el que debe actuar la política monetaria, ni de las características y el grado de desarrollo de los mercados monetarios. Por ello, desde que en 1973 comenzó a practicarse en España una política monetaria activa y continua, basada en el control de un agregado monetario, las técnicas de instrumentación han ido variando para lograr los mejores resultados en las distintas situaciones del entorno económico y financiero.

Así, por un lado, a medida que se ha registrado un intenso proceso de innovación financiera y se han producido cambios de cierta consideración en el tratamiento fiscal de los activos financieros, la capacidad informativa a muy corto plazo de los agregados monetarios ha disminuido, haciendo necesario adoptar mecanismos más flexibles en el control de la oferta monetaria y prestar una mayor atención a los tipos de interés como indicadores del grado de restricción o laxitud de la liquidez del sistema.

Por otro lado, la creciente demanda de recursos financieros por parte del Estado, derivada de un período prolongado de déficit público, ha incidido, con frecuencia, en las tareas de la política monetaria y ha provocado cambios importantes en el esquema de control y en los instrumentos de regulación de la liquidez. En ocasiones, la sustitución de unos instrumentos por otros ha estado guiada por el doble objetivo de lograr una mayor coordinación entre la política monetaria y la política financiera del Tesoro, y de favorecer una mayor integración de los mercados monetarios que mejorase la transmisión del tono asignado a la política monetaria.

Finalmente, la mayor imbricación de la economía española en el concierto internacional ha hecho más sensibles nuestros mercados financieros a las condiciones de coste y disponibilidad de recursos en los mercados internacionales, lo que ha ido requiriendo una atención, cada vez más cuidadosa, a los movimientos relativos de los tipos de interés. Este argu-

(1) Este artículo es un resumen de parte de un trabajo más amplio sobre esta materia, en proceso de elaboración.

mento ha cobrado mayor importancia tras la incorporación de la peseta al mecanismo de disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo (SME), en junio de 1989, y con el inicio de la primera fase de la Unión Económica y Monetaria, a primeros de julio de 1990.

Como es sabido, el compromiso de estabilidad cambiaria que entraña la pertenencia al SME resta grados de libertad a la política monetaria nacional. No obstante, las divergencias en las variables fundamentales, especialmente de la inflación, que existen aún entre España y el núcleo de países más estables del SME, hacen que el mantenimiento de un tipo de cambio dentro de la banda permitida sea insuficiente para lograr el grado de disciplina que precisa la economía, y se hace necesario complementarlo con un control de la liquidez interna que refuerce el objetivo cambiario. El margen de maniobra que la banda de fluctuación del tipo de cambio proporciona a la política monetaria interna permite, en cierta medida, combinar ambos objetivos.

En todo caso, la compatibilización de ambas vertientes, externa e interna, de la política monetaria suscitará menos problemas cuanto mayor sea la capacidad de las autoridades para modular los movimientos de los tipos de interés. Por todo ello, ha ido haciéndose cada vez más necesario disponer de un esquema de instrumentación monetaria flexible que, actuando en unos mercados monetarios con un nivel adecuado de eficiencia, guíen de forma suave los movimientos de los tipos de interés y transmitan con rapidez y claridad los mensajes impartidos por las autoridades, contribuyendo así a una mejor transmisión de la política monetaria.

En los últimos años, el Banco de España ha ido tratando de sentar las bases para el logro de estos objetivos. Esto ha supuesto la transición paulatina desde un esquema de instrumentación, basado fundamentalmente en el control de la liquidez, hacia otro en el que los tipos de interés a corto plazo desempeñan el papel relevante como variable instrumental. Este artículo trata de ofrecer una visión resumida de este proceso y valorar en qué medida los cambios que han ido introduciéndose en los patrones de instrumentación han ido alcanzando la finalidad pretendida.

Para ello, el trabajo se estructura en tres apartados, además del correspondiente a esta introducción. En el apartado dos se describen los rasgos fundamentales de los instrumentos que se utilizaron en el período comprendido entre 1973 y 1986, en el que la variable instrumental giró en torno a los activos de caja. En el apartado tres se hace otro tanto respecto a la etapa posterior (desde 1987 hasta la actualidad), en la que ha predominado un régimen de control de los tipos de interés a corto plazo; debe señalarse, sin embargo, que es difícil realizar una delimitación precisa del momento en el que se adopta uno u otro sistema de instrumentación. En esta segunda etapa, se considerarán, por separado, tres subperíodos, que

vienen delimitados por los cambios introducidos en los años 1987, 1990 y 1993. El artículo finaliza con un epígrafe de resumen y conclusiones.

2. LA INSTRUMENTACIÓN MONETARIA BAJO UN RÉGIMEN DE CONTROL DE LOS ACTIVOS DE CAJA

Los principales antecedentes del uso sistemático de procedimientos de control monetario datan de 1973. El esquema inicial implantado en ese año giró en torno a tres instrumentos:

- a) La exigencia de un coeficiente de caja a la banca privada y las cajas de ahorros sin remunerar, que, exigido en términos de media decenal, podía oscilar entre el 4 % y el 7 %.
- b) Los préstamos de regulación monetaria para suministrar activos de caja al sistema bancario, distribuidos a un plazo de siete días de forma proporcional entre las entidades, en función de sus recursos propios. El tipo de interés era fijo e inferior al de mercado y no se exigía colateral alguno para garantizar los préstamos.
- c) La emisión de bonos del Tesoro para drenar liquidez, que el Tesoro colocaba en el Banco de España a tipos inferiores a los del mercado y éste distribuía entre las entidades, cuando era preciso retirar liquidez, a tipos fijos, pero más próximos a los del mercado.

Además de los préstamos de regulación, el sistema disponía de otros mecanismos para obtener liquidez: el redescuento de efectos con un límite establecido para cada entidad, la deuda pública pignorable directamente en el Banco de España y los préstamos personales, que se concedían en circunstancias excepcionales.

Con el tiempo, se pusieron de manifiesto los defectos de estos instrumentos. Los préstamos a siete días se mostraron inadecuados para una regulación de la oferta monetaria razonablemente precisa, por su carácter discontinuo. Además, la regla de proporcionalidad producía distorsiones importantes en el funcionamiento del mercado interbancario y tensiones en los tipos de interés que, con frecuencia, no reflejaban una escasez de liquidez en el conjunto del sistema, sino una inadecuada distribución. Los bonos del Tesoro, por su parte, se mostraron insuficientes como instrumentos de drenaje, debido, fundamentalmente, a la complicación y a la rigidez que acompañaban su emisión, según las disposiciones legales en vigor. Esto fue más evidente desde 1976, cuando la aparición del fenómeno del déficit público y el recrudecimiento de la inflación determinaron un cambio de signo en la intervención, que, hasta entonces, había consistido, por lo general, en suministrar liquidez al sistema.

Todo ello motivó una serie de reformas a partir de 1977. A mediados de este año, se dispuso que una

GRÁFICO 1

parte de la oferta de activos de caja se realizara en función de los recursos totales (propios y ajenos) de cada entidad y otra mediante un sistema de subasta a un día. En la subasta de préstamos el Banco de España fijaba la cantidad total a distribuir, realizándose la adjudicación en orden decreciente al tipo de interés que las entidades estuviesen dispuestas a pagar. A medida que el volumen de los préstamos fue aumentando, se decidió complementar su aseguramiento con un depósito de valores, calificados aptos para tal fin por el Banco de España.

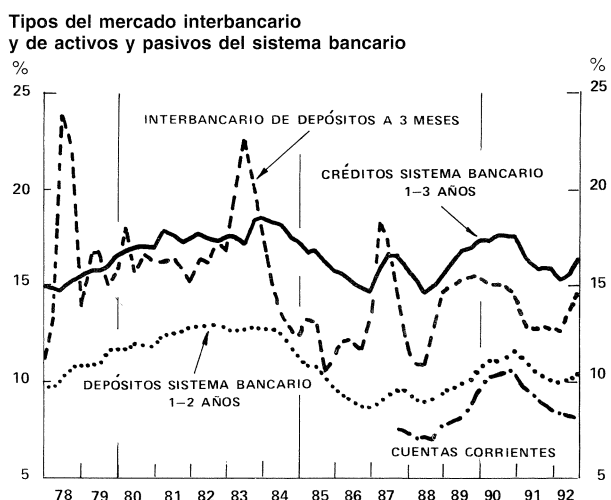
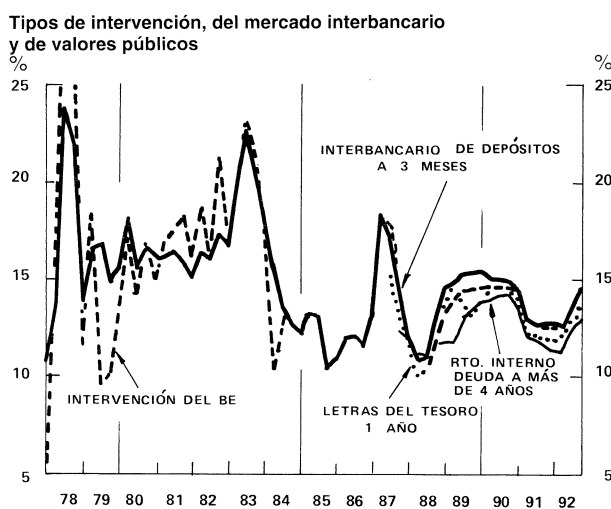
Por otro lado, se reforzaron los instrumentos de drenaje con la imposición a las entidades bancarias, a partir de 1979, de un depósito obligatorio en el Banco de España, remunerado a un tipo inferior al de mercado. En enero de 1980, se crearon los certificados de depósito del Banco de España, que fueron colocados entre los bancos privados y las cajas de ahorros, y materializados en simples anotaciones en los registros contables del Banco de España. Las crecientes necesidades de retirar liquidez del sistema determinaron, asimismo, la supresión de la pignoración automática de deuda pública y la reducción paulatina de las líneas de redescuento, hasta su total desaparición en 1982.

El papel del Banco de España como prestamista de última instancia del sistema le hizo establecer, sin embargo, una segunda línea de liquidez para las instituciones bancarias. Esta se definió en función de la cartera de bonos del Tesoro y de certificados de depósito del Banco de España en las entidades bancarias, las cuales podrían acudir a solicitar préstamos al Banco a un día, aplicándoseles un tipo de interés previamente anunciado. La cartera de los mencionados títulos constituía la garantía de estos préstamos.

Pese a estos cambios, la evolución de los tipos de interés del mercado interbancario entre 1977 y 1981 fue muy irregular, destacando el nivel anormalmente alto alcanzado en 1978 y 1979 (véase gráfico 1), cuando a la creación de base monetaria, derivada de la financiación del déficit público, se unió la proveniente de fuertes adquisiciones de reservas por el Banco de España, ante el drástico cambio que experimentaron las cuentas con el exterior. Las abultadas operaciones de esterilización que hubieron de acometerse pusieron nuevamente de manifiesto la escasa capacidad de los instrumentos de drenaje, al estar constreñidos por un mercado muy limitado, abierto sólo a las entidades bancarias. En parte, debido a esto, en 1982 se abordó, por primera vez, la financiación del déficit público por procedimientos ortodoxos, con la creación de los pagarés del Tesoro. Simultáneamente, el Banco de España comenzó a emitir certificados de Regulación Monetaria (CRM) para drenar liquidez, instrumentos que, en realidad, eran una versión más perfeccionada de los certificados de depósito.

Por tanto, en 1982, el esquema de control monetario quedó articulado de la siguiente forma: con la

Tipos de interés



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

subasta diaria de préstamos de regulación, celebrada a primera hora de la mañana, se otorgaba liquidez al sistema; mediante la subasta de CRM a tres meses, celebrada dos días antes del cierre de la decena de activos de caja, las entidades podían ajustar sus excesos de liquidez. Si era preciso, el Banco de España podía emitir CRM a plazos inferiores para evitar movimientos erráticos de los tipos de interés. Las entidades bancarias disponían de una ventanilla de última instancia para obtener activos de caja a tipo penal.

Sin embargo, este nuevo esquema no tardó mucho tiempo en reflejar su ineficiencia. La concentración en el mercado de CRM, sólo accesible, prácticamente, a las entidades bancarias, de abultadas operaciones de drenaje, presionó notablemente al alza sus tipos de interés, transmitiéndose al mercado interbancario de depósitos, que alcanzó cotas muy elevadas a mediados de 1983 (véase gráfico 1). El resulta-

do de todo esto fue una fuerte inestabilidad en los mercados monetarios y una fragmentación entre los mercados de activos de caja y el resto de mercados financieros, con la consiguiente pérdida de eficacia de la política monetaria.

Esta situación condujo a modificar drásticamente, a partir de 1984, el esquema de control de la liquidez. Se sustituyeron los CRM, como instrumentos de drenaje, por ventas temporales de pagarés del Tesoro de la cartera del Banco de España, manteniéndose los mismos plazos de emisión (tres meses de forma regular, tres veces al mes, y a plazos inferiores en caso necesario). Al igual que los CRM, su emisión era al descuento, y su materialización en anotaciones en cuenta. Al mismo tiempo, se autorizaron las operaciones de compraventa con pacto de retrocesión de pagarés del Tesoro entre las instituciones bancarias y el público.

También se llevó a cabo, en dicho año, una amplia reforma del agregado monetario objetivo y del coeficiente de caja, para adaptarlos a los cambios que había experimentado el sistema financiero.

Los resultados del nuevo esquema de control durante los dos años siguientes a su implantación fueron bastante satisfactorios. Se consiguió un elevado grado de integración en los mercados, que se manifestó en una aproximación de los tipos del interés del mercado interbancario a los negociados por las entidades en la captación de recursos ajenos, y en un estrechamiento de los márgenes de intermediación bancaria.

En este período, el Banco de España comenzó a realizar operaciones de mercado abierto con las Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero (SMMD), para modular, en el corto plazo, los tipos de interés. Su importancia, sin embargo, fue muy marginal.

La eficacia de este nuevo esquema de control se quebró tan sólo año y medio después, con la promulgación de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, que reguló los aspectos fiscales de determinados activos financieros. El trato fiscal favorable que, en relación a otros activos, se concedió a los pagarés del Tesoro los inutilizó como instrumentos adecuados para la instrumentación monetaria. La aparición de la letra del Tesoro y la nueva organización de los mercados de deuda, a mediados de 1987, basada en un sistema de anotaciones en cuenta en el Banco de España, trataron de corregir esta situación.

3. EL ESQUEMA DE CONTROL MONETARIO EN TORNO A LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO

La atención creciente que, en el corto plazo, debían prestar las autoridades a la evolución de los tipos de interés, frente a una vigilancia más marcada en el pasado de las variables de cantidades —tal como se ha argumentado en la introducción—, hizo necesario aco-

meter, desde mediados de 1987, modificaciones importantes en el esquema de política monetaria seguido hasta entonces.

Existe, lógicamente, la alternativa extrema de fijar los tipos de interés como objetivo intermedio. Sin embargo, aparte de la dificultad para seleccionar el tipo de interés que reúna las condiciones adecuadas para desempeñar el cometido de ser un buen indicador y transmisor de la política monetaria, esta opción no suministra, por lo general, un anclaje nominal a la economía y puede provocar fluctuaciones importantes, tanto en los agregados monetarios como en el gasto nominal y en la tasa de inflación. Esto crearía incertidumbres que acabarían repercutiendo en los propios tipos de interés en forma de aumentos en las primas de riesgo que los agentes incorporan. Por tanto, desde hace siete años, aproximadamente, las autoridades monetarias comenzaron a decantarse por un esquema de control monetario que utiliza como variable instrumental los tipos de interés a corto plazo, con el objeto de controlar, en el medio plazo, las magnitudes monetarias.

El procedimiento formal de fijación del objetivo intermedio —los ALP— y de la senda correspondiente para los activos de caja no ha variado. La nota diferenciadora introducida radica en que, bajo el nuevo esquema, los objetivos mensuales de activos de caja tienen un carácter de referencia cuyo seguimiento está condicionado a unos determinados márgenes de fluctuación para los tipos de interés del mercado interbancario.

Esta conducción flexible de la política monetaria precisaba de unos instrumentos que permitiesen marcar la pauta deseada de los tipos de interés a corto plazo, de forma suave. Sin embargo, los instrumentos que hasta 1987 había venido utilizando el Banco de España, esto es, la subasta de préstamos y las cesiones temporales de valores a tres meses, no gozaban de las propiedades adecuadas para cubrir este objetivo, siendo más apropiadas las operaciones de mercado abierto, que posibilitan una intervención más fluida del Banco de España, permitiendo una conducción más flexible de los tipos de interés.

En esta línea, el Banco de España comenzó a practicar en 1983 operaciones de compraventa de pagarés del Tesoro a través de las SMMD, como instrumento complementario a la subasta de préstamos. Sin embargo, su volumen fue muy reducido, ya que la organización, la amplitud y la profundidad de los mercados de deuda no eran los adecuados para utilizar este instrumento de forma más decidida. Estos problemas entraron en vía de solución, más o menos definitiva, cuando las autoridades monetarias acometieron una amplia reorganización de los mercados de deuda pública en torno a un Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado (SACDE), que comenzó a operar a mediados de 1987. La variedad de instrumentos y la diversificación y especialización de

los intermediarios financieros que esta reorganización contemplaba permitían que las operaciones de mercado abierto constituyeran el instrumento principal de la política monetaria.

3.1. La reforma de 1987 con el comienzo de las operaciones de mercado abierto y el nacimiento de la letra del Tesoro

El cuadro de instrumentación monetaria que acompañó el nacimiento del SACDE mantuvo, como elemento básico, la exigencia de un coeficiente de caja con carácter medio decenal a la banca privada y a las cajas de ahorros. Su nivel, en ese momento, era del 19,5 %, del cual 2,5 puntos no recibían remuneración alguna y los 17 puntos restantes estaban remunerados, pero a un tipo inferior al del mercado. Este elevado nivel del coeficiente, que permaneció en valores similares entre 1984 y 1990, obedeció a dos motivos. En primer lugar, contribuía a esterilizar la base monetaria creada por la financiación en el Banco de España de una proporción aún importante del déficit público y por el fuerte incremento de reservas centrales que se registró entre 1985 y 1988, en un contexto de fuertes entradas de capital y presión al alza del tipo de cambio de la peseta. En segundo lugar, la retribución media del coeficiente, situada muy por debajo de los tipos vigentes en los mercados monetarios, equivalía a un impuesto encubierto sobre las entidades bancarias para financiar el déficit, al abaratar el coste del pasivo del Banco de España y aumentar, por tanto, los beneficios de éste, que revierten, a su vez, al Tesoro.

El control de la liquidez se articuló en torno a los siguientes instrumentos de mercado:

- Préstamos diarios al sistema bancario, adjudicados por el procedimiento de subasta. No obstante, el tipo marginal solía permanecer fijo durante un período de tiempo y el Banco de España sólo lo variaba, al comienzo de una decena, cuando deseaba dar una señal clara de cambio de tono de la política monetaria.
- Cesiones temporales a tres meses de letras del Tesoro (emitidas a un año) de la cartera del Banco de España. Al igual que en los préstamos, aunque el sistema de colocación era la subasta, el tipo marginal sólo variaba cuando las autoridades monetarias decidían dar una señal clara de cambio en el tono de la política monetaria.

Estos dos instrumentos desaparecieron con los cambios introducidos en marzo de 1990. Sin embargo, los otros tres, que se describen a continuación, se mantienen en la actualidad.

- Operaciones de mercado abierto mediante compra-venta de deuda pública (letras, bonos y obligaciones).

- Préstamos de última instancia, denominados coloquialmente «segunda ventanilla», para aquellas entidades a las que no les haya sido posible obtener liquidez en el mercado interbancario y que prevean descubiertos en sus cuentas o desfases que conllevarían el incumplimiento del coeficiente de caja. Estos préstamos se conceden discrecionalmente por el Banco de España, a un tipo penalizador y al amparo del contrato de la subasta de préstamos, al que se hará referencia seguidamente.

- En circunstancias excepcionales, se conceden préstamos con garantía exclusivamente personal, por las mismas razones que en el caso anterior, pero a un costo más elevado.

La posibilidad de obtener financiación del Banco de España mediante préstamos por parte de los bancos y las cajas de ahorros está sujeta a la firma de un contrato de acceso a las subastas de préstamos de regulación. En este contrato, se establece una doble limitación. Por un lado, la financiación otorgada, al amparo del mismo, no podrá superar el 80 % de los recursos propios de la entidad prestataria; por otro, el importe total de los préstamos queda limitado a la suma de todas las garantías constituidas mediante pólizas de depósito —o cualquier otra forma de garantía mobiliaria— de valores calificados aptos por el Banco de España, los cuales, a su vez, se encuentran sometidos a determinadas reglas de valoración.

Las operaciones de mercado abierto las realiza el Banco de España únicamente con el grupo de *creadores de mercado*, en tanto que a los préstamos tienen acceso la totalidad de bancos y cajas de ahorros. Las cesiones temporales a tres meses se efectuaban, asimismo, a la mayoría de estas instituciones y a alguna otra perteneciente al grupo de entidades gestoras.

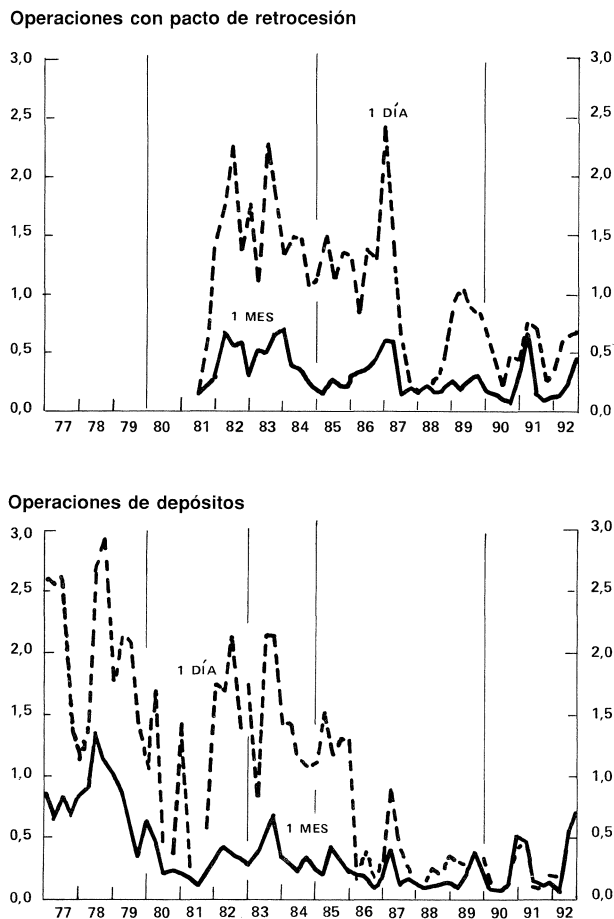
Los resultados de este nuevo régimen de instrumentación pueden deducirse de la observación de los gráficos 2, 3 y 4. En el primero de ellos puede apreciarse la notable reducción de la variabilidad de los tipos de interés, coherente con el cambio de énfasis en la variable instrumental. En los siguientes se aprecia cómo las operaciones de mercado abierto han ganado protagonismo y cómo la conducción de los tipos de interés a un día del mercado interbancario ha sido bastante satisfactoria.

A efectos comparativos, se proporciona también la relación entre los tipos de intervención y los del mercado interbancario a un día en Francia y Alemania, que utilizan mecanismos de intervención similares a los empleados en España. Sobre esta comparación es preciso realizar, sin embargo, alguna aclaración.

Tanto Francia como Alemania tienen un esquema de instrumentación monetaria de tipos mínimos y máximos que sólo varían cuando quieren dar al mercado una señal de cambio de tono en la política monetaria. En España, el tipo mínimo lo constituye el tipo margi-

GRÁFICO 2

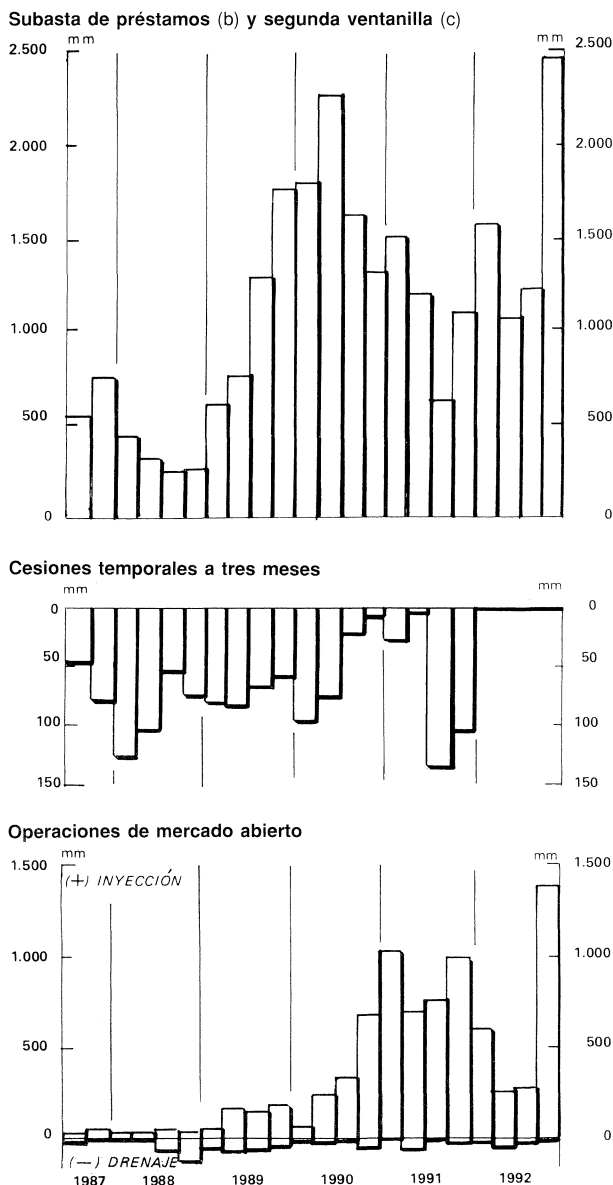
Tipos de interés del mercado interbancario
Desviación típica trimestral (a)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.
(a) Calculada sobre la serie diaria. Se han eliminado los valores extremos superiores a cuatro veces dicha desviación.

GRÁFICO 3

Operaciones de regulación monetaria
Saldos (a)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.
(a) Media trimestral de datos diarios, considerando sólo los días con operaciones.
(b) A partir de mayo de 1990 fueron sustituidos por subastas decenales de certificados del Banco de España.
(c) Los datos disponibles no permiten distinguir el volumen que corresponde a uno y otro tipo de préstamos. En todo caso, el relativo a la segunda ventanilla ha sido, a lo largo de todo el período, muy reducido.

nal de la subasta de préstamos (o el decenal de los certificados del Banco de España, desde mayo de 1990, al que se hará referencia en el siguiente epígrafe). Sin embargo, para el tipo máximo se ha tomado el de los préstamos de última instancia, y hay que aclarar que la función de este instrumento ha sido muy dispar, según los períodos. A veces, ha tenido que complementar a las operaciones habituales de mercado abierto, por problemas técnicos, cuando el volumen de liquidez que había que suministrar al mercado para la cobertura del coeficiente de caja era superior al saldo total de valores del sistema admitidos como colaterales (este problema se solucionó, en gran parte, con la reforma del coeficiente de caja, de la que se ocupa el punto siguiente). En otras ocasiones, estos préstamos han debido completar el suministro de liquidez, tras al racionamiento de cantidades decidido por el Banco de España, en determinados días, para forzar al alza los tipos de interés del mercado interbancario, con fines de política cambiaria. Estas situaciones se registraron en los períodos que se

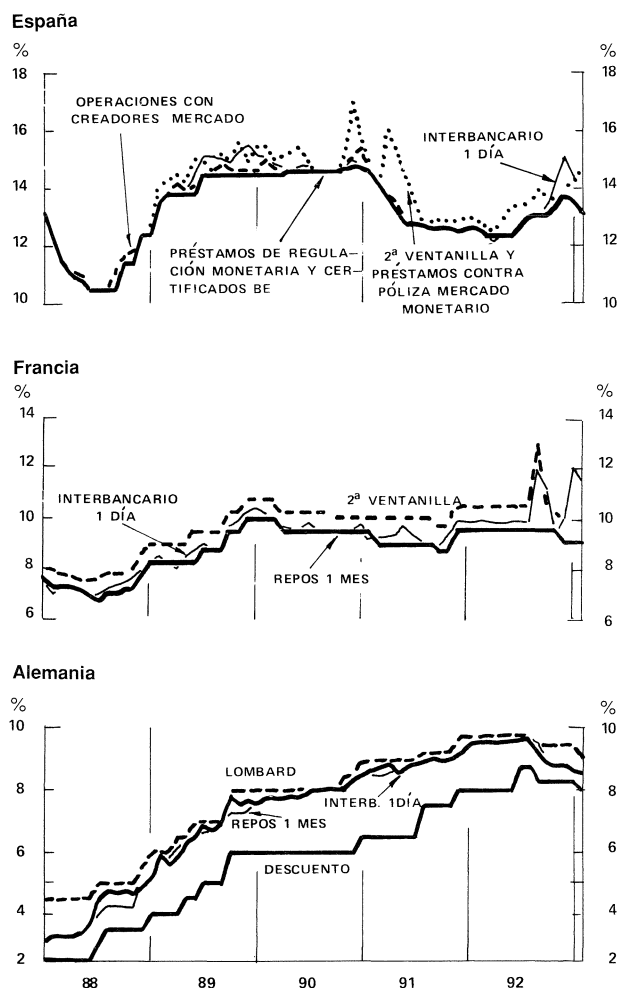
observan en el gráfico 4, en los que los tipos del mercado interbancario a un día divergieron, de modo notable, de los tipos usuales de intervención y se alinearon con los de los préstamos de última instancia.

3.2. Los cambios introducidos en 1990

En marzo de 1990, se aprobó una amplia reforma del coeficiente de caja, que consistió en su reducción

GRÁFICO 4

Tipos de interés de intervención y del mercado interbancario a corto plazo



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

hasta un nivel del 5 %, sin remunerar, más próximo al considerado necesario para garantizar la liquidez de las entidades bancarias. Los restantes 12 puntos (el nivel del coeficiente estaba situado en el 17 % cuando la reforma entró en vigor), equivalentes a 3,3 billones de activos de caja, fueron sustituidos por certificados del Banco de España (CBE), remunerados a un tipo de interés inferior al del mercado (6 %) y negociables, únicamente, entre las entidades sujetas al coeficiente de caja, y entre éstas y el Banco de España. La amortización de estos certificados se producirá escalonadamente, según un calendario que se extiende desde marzo de 1993 hasta el año 2000.

Esta reforma del coeficiente de caja fue posible, una vez que las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas se habían reducido sensiblemente (3,2 % del PIB en 1989, frente a un máximo del 7,4 % en 1985) y el gobierno había expresado su firme propósito de limitar drásticamente su cobertura

en el Banco de España, en la Ley de Presupuestos del Estado para 1990, en la que se establecía que el recurso del Tesoro al Banco de España, al cierre del ejercicio, no podría superar el existente a 31 de diciembre de 1989. Las posteriores leyes de Presupuestos anuales han venido manteniendo esta limitación. El coeficiente ha experimentado otros dos recortes (hasta el 4,5 %, en marzo de 1992, y hasta el 3 %, en diciembre del mismo año), con el fin de aminorar las desventajas competitivas relativas de las entidades bancarias españolas ante la entrada en funcionamiento del mercado único de servicios financieros en enero de 1993. Al mismo tiempo, el último de estos recortes redujo la excesiva dependencia de las entidades del crédito del Banco de España existente en aquellos momentos.

Desde el punto de vista de la instrumentación monetaria, la reforma del coeficiente en 1990 introdujo dos modificaciones:

- a) La sustitución de la subasta diaria de préstamos de regulación por compras temporales a diez días de CBE a las entidades.
- b) La posibilidad de utilizar CBE en las operaciones de mercado abierto, además de la cartera de valores públicos.

La reducción del coeficiente de caja, la aparición de estos certificados por un volumen importante y la posibilidad de realizar con ellos las operaciones usuales de control monetario vinieron a solucionar el problema de la escasez de instrumentos que se había presentado en períodos anteriores. Desde entonces, el procedimiento operativo que lleva a cabo el Banco de España para instrumentar los objetivos decenales es el siguiente:

Antes del inicio de cada decena legal de cómputo del coeficiente de caja, el Banco calcula cuáles son las necesidades de intervención que se requieren durante este período. Este cálculo es relevante a la hora de determinar el importe a conceder en la subasta decenal de certificados, puesto que con este volumen de inyección se trata de otorgar a las entidades la mayor parte de la liquidez necesaria para el cumplimiento del mínimo que precisan, desde un punto de vista técnico, para garantizar la liquidez de los pagos. A su vez, el tipo fijado en esta subasta proporciona al mercado la referencia básica del tono que el Banco de España desea imprimir a la política monetaria.

Posteriormente, la previsión que se ha realizado al comienzo de la decena se va actualizando, diariamente, con la información que se recibe a medida que transcurre la misma, reestimándose de esta forma las necesidades de intervención para los restantes días del período. Estas previsiones, junto con los márgenes de fluctuación fijados para los tipos de interés, determinan el conjunto de intervenciones de mercado abierto, que se realizan con operaciones de compra-venta de certificados y deuda pública a un día.

Hasta las últimas modificaciones introducidas en febrero de 1993, cuando el Banco de España decidía intervenir, lo ponía en conocimiento de los creadores de mercado y, acto seguido, de los restantes agentes, a través de los canales de comunicación habituales, anunciando el tipo de interés al que lo haría. En un período corto de tiempo, los creadores de mercado debían presentar sus peticiones, dentro de las condiciones anunciadas por el Banco. Los resultados de la intervención se anunciaban a todos los participantes en el mercado, poco después.

3.3. Las reformas en la instrumentación introducidas en febrero de 1993

Desde el comienzo del segundo semestre de 1992, momento a partir del cual se desencadenó la crisis del SME, y en los primeros meses de 1993, se ha configurado en el mercado interbancario una situación relativamente compleja, que ha dificultado la instrumentación de la política monetaria y ha aconsejado la revisión de los mecanismos de intervención.

El clima de inestabilidad cambiaria y las dudas sobre el proceso de Unión Monetaria han incrementado la incertidumbre de los agentes económicos sobre el curso futuro de los tipos de interés. En una economía como la española, con problemas de convergencia hacia el núcleo más estable de países comunitarios, esta reacción ha sido más pronunciada. Ello ha tenido su reflejo en un aumento de los tipos de interés, como consecuencia de una mayor prima de riesgo, derivada, por un lado, de las oscilaciones del tipo de cambio y, por otro, de la propia incertidumbre sobre la evolución de la economía española.

Por otra parte, este clima de inestabilidad ha producido un aumento de la preferencia por los activos financieros a corto plazo, que ha impulsado notablemente al alza el ritmo de expansión de los agregados monetarios. Esta reacción ha hecho aún más compleja la interpretación de la evolución de los ALP, puesto que este nuevo fenómeno de perturbación financiera se ha superpuesto a otros que vienen actuando con carácter más permanente, como las variaciones en la composición de las carteras de los fondos de inversión y el desplazamiento de depósitos desde entidades residentes a no residentes, que producen, también, distorsiones en la evolución de ALP. Todo ello ha reducido la capacidad interpretativa de este agregado para inferir el curso del gasto nominal.

Desde el punto de vista de la instrumentación, la nueva situación ha puesto de relieve la necesidad de un manejo más flexible de los tipos de interés, con el fin, por un lado, de prestar el apoyo que requiera el tipo de cambio de la peseta con la rapidez suficiente y, por otro lado, de mantener señales de estabilidad en la conducción de la política monetaria, de acuerdo con los objetivos últimos establecidos.

Todos estos elementos requerían recuperar un uso diferenciado del tipo marginal de la subasta decenal de certificados y del tipo de intervención a un día. En las circunstancias actuales, el tipo de intervención decenal debe suministrar la referencia de política monetaria coherente con el diseño global de la política económica española y con el tono diferencial que debe mantener con los países que actúan de referencia principal en el SME. En cambio, el tipo diario debe estar dotado de la flexibilidad suficiente para afrontar situaciones cambiantes en los mercados monetarios y cambiarios.

La vinculación que el mercado establecía entre los tipos de intervención decenal y diario limitaba el margen de maniobra del Banco de España para mover este último, si no quería transmitir un mensaje indicativo de un cambio de tono en la política monetaria. En consecuencia, cuando las circunstancias requerían un endurecimiento de los tipos del mercado interbancario a un día, el Banco tenía que recurrir a prorratear las cantidades solicitadas, induciendo con ello variaciones bruscas en la oferta de liquidez. Sin embargo, conseguir situar, con este procedimiento, los tipos a un día del mercado interbancario en el nivel deseado era una tarea sumamente compleja. En primer lugar, porque para ello se requiere prever con un margen reducido de error las necesidades de liquidez de las entidades, tarea que resulta más complicada en un contexto de inestabilidad de los mercados cambiarios —ya que impide conocer cuál será el movimiento de las reservas exteriores— y variaciones bruscas en los instrumentos de financiación del Tesoro —la demanda de valores públicos puede variar súbitamente—. En segundo lugar, porque en esta situación de incertidumbre, las entidades tienden con frecuencia a demandar liquidez por encima de sus necesidades, lo que provoca oscilaciones bruscas en los tipos, que tienden, a su vez, a incrementar las primas de riesgo.

Todo ello impedía distinguir entre una señal de endurecimiento coyuntural de la política monetaria —representado por el tipo de intervención en un día—, con su tono a medio plazo —que debe suministrar el tipo de la intervención decenal—. Estas escasas posibilidades de diferenciación entre ambos tipos de interés limitaba el uso de los mismos para garantizar la estabilidad cambiaria en momentos de turbulencias, a la vez que favorecía una contaminación excesiva de los movimientos de los tipos de interés a corto plazo a toda la curva de rendimientos.

Por todo ello, el Banco de España decidió modificar, a partir de febrero de 1993, sus operaciones de intervención a un día, en el siguiente sentido: cuando el Banco decide intervenir en el mercado lo pone en conocimiento únicamente de los creadores de mercado, sin anunciar el tipo de interés al que realizará la intervención. Estos agentes deben formular ofertas de cantidades y tipos, decidiendo el Banco de España el momento en el cual cierra las operaciones. Al final del

día, se comunica a todo el mercado el tipo medio ponderado que ha resultado de la intervención (2).

Aparte de la finalidad perseguida de desligar el tipo decenal y diario, y de lograr una mayor flexibilidad de este último, con esta reforma se pretende también conseguir una menor inestabilidad de los tipos del mercado interbancario, al estimular a los agentes que intervienen en él a realizar una previsión más ajustada de sus necesidades de liquidez.

4. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Durante los seis últimos años se han realizado en España avances sustanciales en las técnicas de instrumentación monetaria. Desde un esquema de regulación de la liquidez sumamente sencillo, pero un tanto rígido, que imperó en el período 1973-1984, basado en el control de los activos de caja, se han ido introduciendo mecanismos más sofisticados, dirigidos a controlar los tipos de interés a muy corto plazo del mercado interbancario.

Este proceso ha venido impuesto por condicionantes tanto de índole interna como externa. Desde el punto de vista interno, las dificultades que el intenso proceso de innovación financiera registrado en España desde el comienzo de los años ochenta han ido planteando para interpretar adecuadamente, en el corto plazo, la evolución de los agregados monetarios han ido haciendo más necesario adoptar una referencia para limitar la fluctuación de los tipos de interés. El mayor protagonismo de los tipos de interés, como variable instrumental, ha sido posible a medida que el sistema financiero español ha ido liberalizándose y modernizándose, y que el desarrollo de los mercados primarios y secundarios de deuda pública ha facilitado la reducción paulatina de la financiación monetaria del déficit público y una operatoria de control de la liquidez cada vez más basada en las operaciones de mercado abierto.

Respecto a los factores externos, cabe señalar que la creciente interrelación de los mercados españoles con los mercados internacionales y el compromiso cambiario adquirido desde que la peseta entró a formar parte del mecanismo de disciplina del SME, han reforzado el papel de los tipos de interés como variable instrumental básica de la política monetaria.

Los cambios más significativos que han acompañado este proceso han sido, en primer lugar, la reorganización de los mercados de deuda pública en torno a una central de anotaciones en el Banco de España, a mediados de 1987, que ha hecho más eficientes los sistemas de compensación y liquidación

de los valores públicos y ha incrementado la especialización de los agentes mediadores, todo lo cual ha impulsado notablemente los mercados secundarios. En segundo lugar, cabe señalar la reducción del coeficiente de caja desde niveles entre el 17 % y el 20 %, vigentes en los años ochenta, hasta el 3 % en que se sitúa en la actualidad, reducción que ha sido posible a medida que los factores autónomos de generación de base monetaria, especialmente la financiación monetaria del déficit público, han ido perdiendo protagonismo. La sustitución de 3,3 billones de activos de caja por certificados de depósitos aumentó el volumen de valores en circulación para poder utilizar ampliamente las operaciones de mercado abierto. Finalmente, la complejidad que en el último año ha supuesto el manejo de los tipos de interés para hacer compatibles la política monetaria y la política cambiaria ha llevado a modificar, recientemente, los mecanismos de intervención diaria, con el propósito de lograr una mayor flexibilidad y eficiencia en el funcionamiento del mercado interbancario.

17.3.1993.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J. (1991). *Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas*. Moneda y Crédito, n. 193.
- BANCO DE ESPAÑA (1990). *Cambios en la instrumentación de la política monetaria*. Boletín Económico, Banco de España, mayo.
- ESCRIVÁ, J. L. (1990). *El tipo interbancario a un día: variabilidad y determinantes fundamentales*. Boletín Económico, Banco de España, marzo.
- ORTEGA, R. (1989). *Política de deuda pública y política monetaria: la experiencia reciente*. Análisis Financiero, n. 47, marzo.
- PÉREZ, J. (1987). *Criterios para la organización del mercado de deuda pública anotada*. Papeles de Economía Española: suplementos sobre sistema financiero n. 19.
- SAEZ, F. (1992). *El funcionamiento del mercado de deuda pública anotada en España*. Documento de Trabajo n. 9212, Banco de España.
- SANZ, B. (1987). *Dificultades y posibilidades de la política monetaria. Déficit público y sector exterior. El papel de los pagarés del Tesoro*. Papeles de Economía Española, n. 32.
- (1988). *Los agregados monetarios en España y su calidad como objetivos intermedios*. Boletín Económico, Banco de España, diciembre.
- UBIRIA, S. (1987). *La Central de Anotaciones y su operativa*. Papeles de Economía Española: suplementos sobre sistema financiero n. 19.

(2) No obstante, el Banco de España continúa utilizando el anterior esquema de intervención cuando las circunstancias del mercado lo requieren, como en el caso en el que el volumen de liquidez a inyectar supe- rase ampliamente las carteras de los creadores de mercado.

Inversiones en bolsa de no residentes

Este artículo ha sido elaborado por Sofía Galmés, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de la década de los ochenta, las bolsas españolas experimentaron una creciente internacionalización, que se tradujo en una mayor presencia exterior en las bolsas nacionales, en un incremento en la colocación de las acciones de empresas españolas en mercados internacionales y en una vinculación más estrecha respecto a las evoluciones de otras bolsas de valores.

El efecto neto de esta internacionalización fue positivo, desempeñando un papel crucial en el desarrollo y en la consolidación de las bolsas españolas. No obstante, y como demuestran diversos episodios que han tenido lugar en el pasado más reciente, éstas se han hecho más vulnerables a perturbaciones financieras exteriores.

El objetivo de este artículo es el de analizar con un cierto detalle algunos aspectos de este fenómeno: en particular los que se refieren a la evolución de la presencia de no residentes en las bolsas españolas a lo largo del período 1984-1992. Los datos utilizados para ello provienen de la Bolsa de Madrid hasta el año 1990; esta información se ha completado con la procedente del Registro de Caja sobre inversiones exteriores en títulos cotizados para los años 1991 y 1992. Debe señalarse que esta diversidad de fuentes implica que los datos anteriores y posteriores a 1990 no son exactamente comparables, aunque ello no parece alterar las conclusiones del trabajo.

La estructura del artículo es la siguiente: en el epígrafe segundo, se lleva a cabo un breve examen de la evolución de la Bolsa de Madrid en el período señalado, así como un análisis de la posición relativa que esta bolsa ocupa respecto a las principales bolsas mundiales. A continuación, se efectúa un análisis descriptivo de los flujos de inversión de no residentes en cartera, desagregados por país de origen de la inversión y sector económico de destino. Por último, se examinan los factores más relevantes que afectan a las decisiones de los no residentes respecto a la inversión en bolsa. En este sentido, se distingue entre factores de carácter cíclico, como son la evolución de la bolsa, o la coyuntura económica, y factores de tipo estructural, cuyo desarrollo en los últimos años ha contribuido a crear un contexto más favorable para dichas inversiones. En este segundo grupo, se analizará el impacto de la liberalización de los mercados de capitales y de divisas, de las reformas técnicas y estructurales acometidas en los últimos años en la bolsa española y de los cambios en el tratamiento fiscal sobre los rendimientos obtenidos por este tipo de inversiones.

2. COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE LA BOLSA ESPAÑOLA

La Bolsa de Madrid vivió, entre 1984 y 1989, un período de expansión sostenido por la evolución económica general y por la situación financiera de la mayoría de las empresas. Como refleja el cuadro 1, se registraron aumentos muy importantes tanto en los índices como en los volúmenes de contratación. El índice general de cotización de acciones pasó de 141, en 1984, a 296, en 1989. Por su parte, la contratación total efectiva en acciones, que representó en 1984 un 1,1 % del PIB, en 1989 alcanzó un porcentaje del 8,5 %. La capitalización bursátil de títulos de renta variable, en términos absolutos, también fue creciente en este período, incrementándose un 487 %. En términos del PIB, pasó de representar un 9,1 % en 1984 a un 30 % en 1989.

A finales de 1989 y a lo largo de 1990, se observó una inflexión en la evolución de la bolsa. Este perfil se deriva fundamentalmente de tres factores. En primer lugar, y como consecuencia de la desaceleración de la economía española, la bolsa reflejó los temores de un deterioro en los beneficios de las empresas. Por otro lado, el impacto de la política crediticia de signo restrictivo se dejó sentir en el mercado de valores a partir del mes de septiembre de 1989. Por último, en 1990 tuvo lugar una caída en la mayoría de las bolsas mundiales, con derivaciones claras sobre las bolsas españolas. Esta evolución bajista tuvo su reflejo en un descenso continuado en el índice general, hasta alcanzar el 214 % al finalizar 1992, en una ralentización de los volúmenes de contratación efectivos y en una caída de las ratios de capitalización bursátil, tanto en términos absolutos como en relación al PIB. El episodio bajista registrado a partir de 1989 fue común a la mayoría de las bolsas mundiales.

Una visión comparada de la amplitud y de la liquidez de las principales bolsas mundiales, entre las que se encuentran las correspondientes a la mayoría de los países de la Comunidad, Estados Unidos y Japón, puede ayudar a comprender la evolución de la bolsa española a lo largo de este último período.

El impacto de la evolución bajista de las diferentes bolsas se reflejó en una ralentización en los valores de capitalización bursátil de títulos de renta variable a partir de 1989. Si, para facilitar la comparación, éstos se miden en dólares (véase cuadro 2), esta evolución no es evidente, dada la depreciación registrada por el dólar en este período. El mercado español, a lo largo de este período, se sitúa entre los de menor volumen de los considerados, con cifras que significan el 1 % de la capitalización global de los doce países analizados, lo que indica el mantenimiento de su posición relativa.

Si las cifras de capitalización bursátil se expresan en términos del PNB, se aprecia una reducción general y de cuantía importante de esta variable, y España pasa a situarse en niveles próximos a los de varios de los países más importantes de la CE —Francia, Italia o Alemania—, todos ellos muy alejados del caso estadounidense.

En términos de grado de concentración, o de la importancia relativa de las diez mayores empresas que cotizan en bolsa, los mercados que alcanzaban mayor capitalización bursátil —Estados Unidos, Japón y el Reino Unido— presentaron, durante todo el período, los niveles de concentración más bajos. Por el contrario, los niveles más altos se registraron en Holanda, Bélgica y Suiza. Dichos países son sedes de un número reducido de grandes compañías multinacionales, con un peso muy considerable sobre unos mercados bursátiles de tamaño relativamente pequeño.

En España, en 1989, las diez mayores empresas que cotizaban en bolsa generaban el 45 % de la capitalización bursátil total, lo que representa un grado de concentración elevado. Hasta 1991, esta variable experimentó un aumento adicional de seis puntos porcentuales, en respuesta al mayor impacto de la crisis bursátil sobre las compañías más pequeñas y del desplazamiento de los inversores hacia los valores más líquidos (menos volátiles) en coyunturas bajistas. Los mercados bursátiles de Francia, Italia y Holanda

CUADRO 1

Indicadores de la Bolsa de Madrid

	Índice general	Contratación efectiva. Acciones (mm)	Número sociedades admitidas (mm)	Capitalización bursátil (mm)	Capitalización/PIB (%)	Contratación/PIB (%)
1984	140,7	286	375	2.294	9,1	1,1
1985	135,8	429	334	3.007	10,7	1,5
1986	208,3	1.757	312	6.477	20,1	5,4
1987	227,2	3.696	328	7.749	21,5	10,2
1988	274,4	2.427	368	10.313	25,7	6,0
1989	296,6	3.817	417	13.457	29,9	8,5
1990	223,3	3.707	430	11.744	23,4	7,4
1991	246,2	3.692	433	14.303	26,1	6,7
1992	214,2	3.576	398	13.332	22,8	6,0

Fuentes: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

CUADRO 2

Capitalización y concentración en las principales bolsas de valores

	Capitalización bursátil. Acciones (miles de millones de dólares)			Porcentaje sobre PNB			Concentración en las diez mayores empresas		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
EE UU	2.415	2.820	3.713	58	53	67	15,2	15,4	14,9
Japón	3.800	2.760	2.989	155	90	82	18,6	18,7	16,5
Gran Bretaña	735	857	994	98	81	93	25,4	25,4	24,2
Alemania	230	347	368	26	22	22	46,6	39,4	40,4
Francia	220	306	347	32	24	27	24,5	26,6	28,7
Suiza	140	169	179	99	70	74	50,1	50,4	53,5
Italia	135	156	154	19	13	12	45,7	39,2	43,7
Holanda	105	115	130	48	38	41	67,0	77,2	74,1
Bélgica	60	66	71	44	31	33	58,3	52,7	51,5
Suecia	100	93	104	61	38	40	26,4	41,0	48,3
Australia	180	105	141	48	36	50	24,7	41,5	42,1
España	90	106	121	28	20	21	45,4	42,9	51,4

Fuente: Morgan Stanley Capital International.

registraron evoluciones similares a lo largo del período analizado, con lo que tampoco en este caso varía de manera significativa la posición relativa de España.

Por último, el análisis comparado del nivel de actividad de cada una de las bolsas consideradas, medido por el volumen de contratación y del grado de liquidez de las mismas, proporciona resultados similares.

En el cuadro 3, se recoge la evolución de los volúmenes de contratación de acciones para el período 1989-1992, expresados en dólares, con el fin de poder realizar comparaciones (para el año 1992, sólo se dispone de datos de las bolsas europeas). La información obtenida en dicho cuadro pone de manifiesto la gran diferencia existente a favor de los mercados de Japón y de Estados Unidos, cuyos volúmenes de contratación superaron abrumadoramente los de todos los demás mercados. Esta variable experimentó,

entre 1989 y 1992, un estancamiento o, incluso, una caída en la mayoría de los países analizados.

Si, por último, la liquidez se mide mediante la ratio contratación/capitalización, que relaciona el volumen de contratación efectiva con el valor efectivo de los títulos admitidos, la bolsa española se sitúa en un punto medio respecto al resto de las principales bolsas.

3. ANÁLISIS DE LA INVERSIÓN EXTERIOR EN BOLSA

Como muestra el gráfico 1, la Bolsa de Madrid se ha ido convirtiendo en los últimos años, en un destino cada vez más atractivo para los inversores extranjeros. Así, el volumen de operaciones de no residentes experimentó constantes e importantes aumentos desde 1984. Este crecimiento fue espectacular a partir

CUADRO 3

Contratación y liquidez en los principales mercados de valores

	Volumen de contratación. Acciones (miles de millones de dólares)				Ratio de liquidez (% sobre capitalización)		
	1989	1990	1991	1992	1989	1990	1991
EE UU	1.543	1.389	1.532	—	63,9	49,3	41,3
Japón	2.373	1.204	795	—	62,4	43,6	26,6
Gran Bretaña	419	546	559	558	57,0	63,7	56,2
Federación alemana de bolsas (a)	339	515	392	392	147,4	148,4	106,5
Francia	102	115	113	105	46,4	37,6	32,6
Suiza	195	—	—	—	139,3	—	—
Italia	39	43	25	21	28,9	27,6	16,2
Holanda	44	40	38	34	41,9	34,8	29,2
Bélgica	11	9	9	8	18,3	13,6	12,7
Australia	44	38	—	—	24,4	36,2	—
España	32	36	39	29	35,6	34,0	32,2

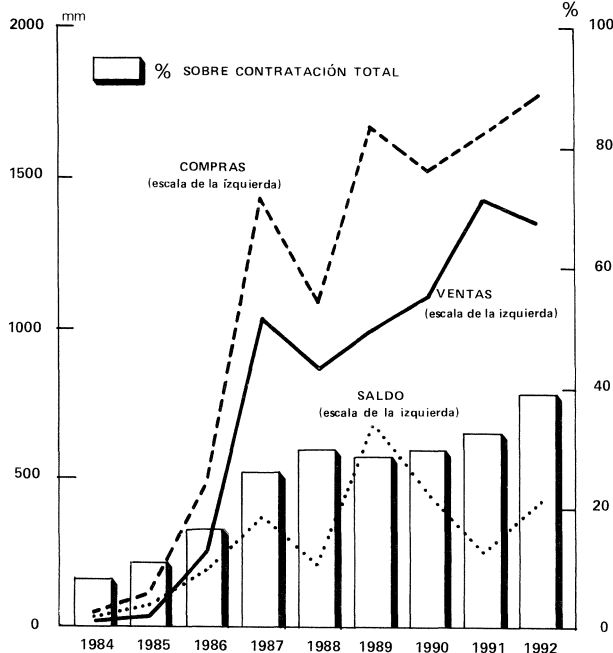
Fuentes: Morgan Stanley Capital International y Bolsa de Madrid.

(a) Datos que se obtienen como agregación de los referidos a las distintas bolsas.

GRÁFICO 1

GRÁFICO 2

**Volumen de contratación de acciones en bolsa
Porcentaje de contratación extranjera sobre
contratación total**



Fuentes: Banco de España y Bolsa de Madrid.

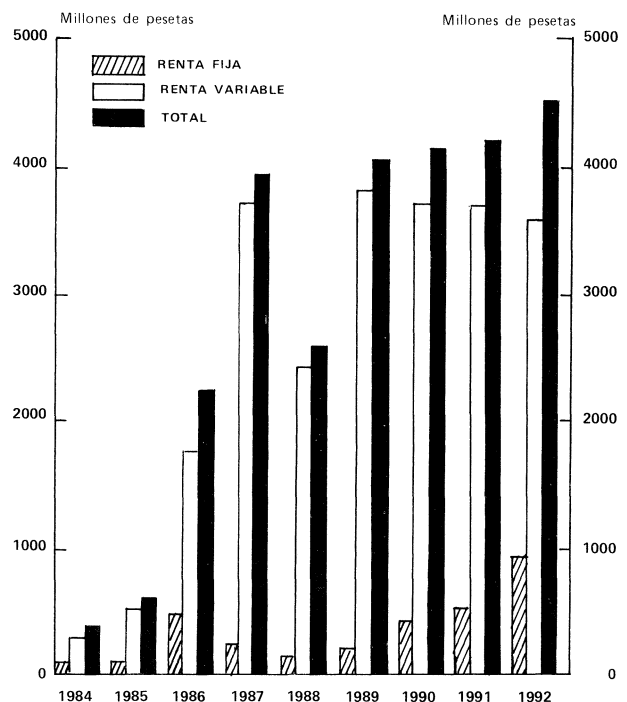
de 1986, coincidiendo con la integración de España en la CEE. De esta forma, el volumen de contratación de no residentes (1), medido a partir de las cifras de inversión de no residentes en valores privados admitidos a cotización, que alcanzaba en 1984 un montante de 74 mm (0,3 % del PIB), en 1992 era de 3.131 mm (5,4 % del PIB).

Esta evolución creciente sólo se vio interrumpida de forma puntual en períodos de crisis bursátiles generalizadas o de fuerte inestabilidad en los mercados cambiarios internacionales. Así, en 1988, la inversión exterior en bolsa descendió como consecuencia de la crisis de octubre de 1987, y, aunque en menor medida, en 1990 se observó una suave inflexión a la baja en la contratación de no residentes motivada por el retroceso experimentado por la bolsa ante la crisis del Golfo y los signos de debilidad que comenzaban a mostrar los indicadores económicos. Por último, en los últimos meses de 1992, tuvo lugar una salida de inversiones exteriores de las bolsas españolas; esta tendencia se ha invertido en la parte transcurrida de 1993.

Como muestra el gráfico 2, en el mercado bursátil español el volumen de contratación de valores de renta fija fue de escasa importancia, aunque en los últimos años parece seguir una evolución al alza. Ello se relaciona con la creación, en 1991, del mercado electrónico bursátil de renta fija y deuda pública, mer-

(1) Calculado como la suma de compras y ventas.

Volumen de contratación en bolsa (a)



Fuente: Bolsa de Madrid.

(a) Volumen efectivo en millones de pesetas.

cado que experimentó una importante progresión en 1992, año en el que se duplicó el número de emisiones contratadas en relación al año anterior. Respecto a este punto, hay que señalar que, desde 1987, la mayor parte de la negociación de títulos públicos se realiza a través de la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España, y que la existencia del mercado en torno a la Central de Anotaciones limita el desarrollo de la contratación bursátil de valores públicos.

El inversor no residente, por su parte, mantuvo una pauta de comportamiento similar: adquirió en bolsa valores de renta variable y utilizó, casi exclusivamente, el sistema de Anotaciones en Cuenta para la adquisición de títulos de deuda pública.

El cuadro 4 refleja el destino de las compras efectivas de las inversiones de no residentes en títulos privados de renta variable, según los datos ofrecidos por la Bolsa de Madrid. Existe una estrecha relación entre inversión exterior y sectores de mayor contratación bursátil, pues frente a la estrechez de muchos de los valores que cotizan en la bolsa española, los no residentes prefieren invertir en valores de fuerte negociación, que les permiten entrar y salir sin presionar excesivamente los precios.

El sector bancario, las eléctricas, los sectores de construcción, químicas y de comunicación y transportes fueron los destinos más frecuentes de las inversiones en bolsa de no residentes. Se aprecian, sin embargo, cambios en la importancia relativa de cada

CUADRO 4

Inversiones brutas del exterior en España
Valores efectivos (a)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	% sobre total
Bancos	33,62	20,37	14,12	41,58	25,21	20,64	17,95	24,40	
Electricidad	18,75	22,93	12,91	10,94	4,98	13,02	11,69	12,50	
Alimentación	1,20	5,00	3,80	2,95	8,13	6,46	6,58	5,70	
Construcción	22,89	10,96	4,90	10,26	11,89	18,89	21,85	22,30	
Inversión mobiliaria	2,58	1,46	0,59	1,27	3,68	2,38	3,21	6,90	
Siderometalúrgicas	6,02	7,93	4,50	6,58	11,94	12,27	11,07	5,20	
Químicas	8,44	10,24	4,73	7,50	14,62	8,67	14,10	10,90	
Comunicación y transporte	4,16	16,99	46,59	11,74	16,24	11,62	8,23	7,70	
Varios	2,32	4,12	7,86	7,17	3,30	6,03	5,31	4,40	
Total acciones	100	100	100	100	100	100	100	100	

Fuente: Bolsa de Madrid.

(a) La Bolsa de Madrid sólo ofrece datos sobre inversiones extranjeras hasta 1990.

uno de estos sectores en el período analizado. Así, los sectores bancario y eléctrico perdieron protagonismo a lo largo del período de estudio. En contrapartida, la inversión exterior en el sector de la construcción y en el de seguros experimentó un importante crecimiento en el período analizado. En este segundo caso, las buenas perspectivas de algunas compañías cara a la nueva regulación legal del sector y a la entrada en la CE, junto con un excelente desarrollo del seguro privado a nivel mundial, explican la fuerte demanda de estos títulos. El crecimiento de la inversión de no residentes en el sector de la construcción se produjo, por su parte, en un contexto de acelerada expansión del mismo.

El cuadro 5 muestra, por su parte, el origen geográfico de las inversiones exteriores en la bolsa española. En él se observa que, hasta 1986, aproximada-

mente el 60 % de los recursos invertidos por no residentes procedían de países de la CE; este porcentaje aumentó en más de diez puntos a partir de entonces, tras el ingreso de España en la misma. Este patrón de distribución por origen geográfico de la inversión en bolsa de no residentes es muy similar al presentado por otro tipo de entradas de capital, como las inversiones directas. Sin embargo, estos datos no son muy significativos, sobre todo en los últimos años, dado que gran parte de las inversiones exteriores se canalizó a través de sociedades instrumentales con sede en los países que ofrecían mayores ventajas fiscales y presentaban un mercado secundario más desarrollado. Este ha sido el caso de un importante volumen de inversiones que se ha canalizado a través de las bolsas del Reino Unido, Luxemburgo y Holanda.

CUADRO 5

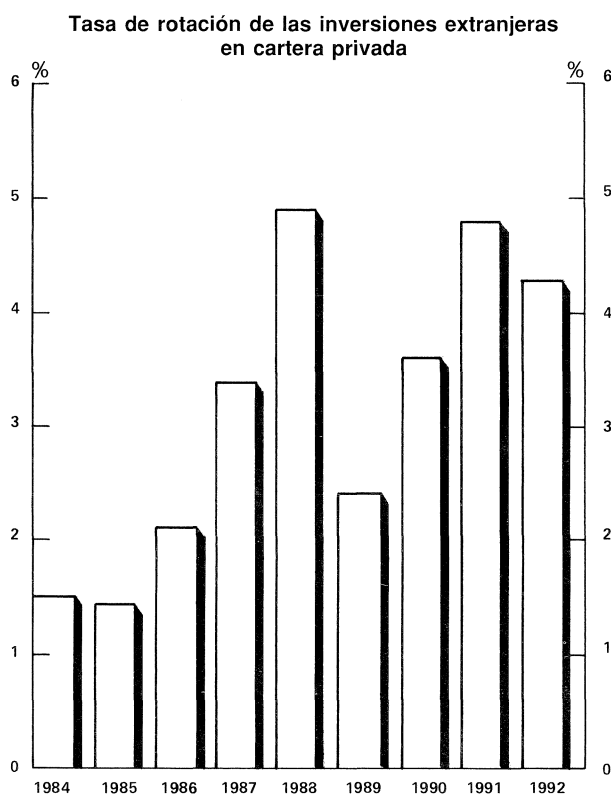
Procedencia geográfica de la inversión extranjera en bolsa (a)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	% sobre total
Francia	2,52	6,61	10,16	7,79	7,37	7,29	6,25	3,34	3,12	
Bélgica-Luxemburgo	2,02	2,48	5,08	4,22	4,29	5,61	5,53	8,49	10,95	
Países Bajos	3,09	0,83	0,98	2,23	8,50	8,12	3,32	2,49	3,46	
R. F. Alemania	26,29	28,10	21,88	10,62	10,30	8,04	5,85	2,71	1,18	
Reino Unido	31,72	33,06	36,72	37,48	35,49	39,42	51,31	66,02	71,84	
Resto CEE	1,49	0,83	1,56	5,49	1,73	4,34	3,72	3,68	1,69	
Total CEE	67,13	71,90	76,37	67,83	67,67	72,81	75,97	86,73	92,25	
Suiza	24,33	13,22	15,63	15,21	14,51	9,95	4,62	1,63	0,55	
EE UU	5,45	4,96	3,91	8,45	11,73	9,31	12,77	5,70	2,94	
Japón	—	7,44	0,78	3,56	1,43	2,09	2,44	0,89	0,47	
Resto OCDE	1,55	1,65	0,39	1,21	0,60	2,13	0,58	0,54	0,14	
Total OCDE	98,46	99,17	97,07	96,26	95,94	96,30	96,39	95,48	96,34	
Resto	1,54	0,83	2,93	3,74	4,06	3,70	3,61	4,52	3,66	
TOTAL GENERAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

Fuente: Banco de España.

(a) Compras brutas. Con anterioridad a 1991 recogían datos de inversión en cartera privada. Después de esta fecha se refiere a inversión en valores privados admitidos a cotización oficial.

GRÁFICO 3



Fuente: Banco de España.

Por otro lado, el descenso observado en la participación relativa de las inversiones de la República Federal de Alemania, así como el escaso volumen de las procedentes de Estados Unidos y Japón, a lo largo de todo el período, podría estar relacionado con el fenómeno anteriormente descrito.

El gráfico 3 muestra la tasa de rotación de la inversión de cartera privada, que se define como el cociente entre la inversión bruta y la inversión neta. Cuando esta ratio aumenta, aumentan las amortizaciones o desinversiones vinculadas a una misma inversión bruta. Como puede verse en dicho gráfico, en todos los años del período analizado, salvo en 1989 y 1992, se produjeron aumentos sucesivos de la tasa de rotación de la inversión exterior en bolsa. Esto podría indicar que las inversiones en cartera se dirigieron, de manera creciente, a la obtención de ganancias a un plazo más reducido, aunque también refleja la creciente vinculación de los mercados españoles de capitales con los fenómenos financieros internacionales registrados en los últimos años, y que se han traducido en una fuerte variabilidad de las corrientes inversoras en diferentes mercados.

4. FACTORES DETERMINANTES DE LA INVERSIÓN EN BOLSA DE NO RESIDENTES

La rentabilidad esperada de la inversión efectuada por un no residente en un activo de renta variable de-

nominado en pesetas depende, entre otras variables, de las expectativas de apreciación o depreciación del tipo de cambio de la peseta respecto a la moneda de procedencia de los fondos exteriores, y de la evolución esperada de las cotizaciones, a su vez estrechamente ligadas a consideraciones económicas coyunturales, así como a la situación específica de las empresas que cotizan en bolsa (2).

Entre los años 1984 y 1989, la economía española vivió un proceso de fuerte expansión económica que afectó a todos los componentes de la demanda, pero que alcanzó su mayor intensidad en la formación bruta de capital. Sin embargo, esta fase expansiva del ciclo se invirtió a partir de la segunda mitad de 1989, dando lugar a un progresivo debilitamiento de la inversión y a un creciente deterioro de la situación financiera de las empresas.

La bolsa reflejó la situación económica con alzas en los precios y en los volúmenes negociados en el período de expansión del ciclo, que fueron seguidas por una evolución contractiva a partir de 1989, coincidiendo con la reducción de las tasas de crecimiento de la economía española. Por su parte, el comportamiento de la inversión exterior fue bastante paralelo al de la bolsa, mostrando altas tasas de incremento anual entre 1984 y 1989 y frenando su ritmo de expansión a partir de entonces.

Respecto a la evolución de las condiciones monetarias y financieras, durante la mayor parte del período analizado favorecieron la inversión exterior en bolsa a través de los altos tipos de interés (3), que, en general, suponen precios de cotización bajos, y de expectativas de mantenimiento de la fortaleza de la peseta. En el último trimestre de 1992, sin embargo, estas condiciones se invirtieron y tuvieron un efecto muy negativo sobre la inversión de no residentes en bolsa.

Pese a la expansión registrada en el período 1984-1992, el análisis comparativo de la bolsa española frente a otras bolsas internacionales indica cierta infravaloración de las acciones españolas, que, además, se ha intensificado a lo largo del período analizado. Esto pudo constituir un factor adicional de estímulo a la inversión exterior en bolsa.

El diferencial positivo de tipos de interés mantenido por la peseta frente a las principales divisas ha

(2) Por otro lado, el inversor no residente puede adquirir títulos de renta fija. En este caso, la motivación dominante será el diferencial de tipos de interés de la peseta respecto al resto de las divisas. En ocasiones, sin embargo, las oscilaciones en las cotizaciones pueden ser también importantes; así ocurrió en los primeros meses de 1991, cuando la aparición de fuertes expectativas de bajadas en los tipos de interés nacionales alimentó la generación de fuertes expectativas de ganancias de capital.

(3) El mantenimiento de altos tipos de interés pudo jugar también en sentido adverso, alentando la inversión en valores de renta fija (públicos, especialmente) en detrimento de la inversión en renta variable.

contribuido a esta infravaloración, manteniendo más bajos los precios de los activos de renta variable denominados en pesetas que el de los cifrados en moneda extranjera. La evolución de distintos indicadores de precios y de rentabilidad apunta en esta dirección. Así, el PER, que mide la relación entre la cotización y los beneficios, alcanzó en España uno de los valores más bajos de los países desarrollados. Si, en el período 1982-1990, esta ratio se situaba en niveles similares a los de la media de los mercados europeos, en los últimos años ha registrado una evolución descendente y contraria a la que ha seguido la generalidad de las bolsas mundiales.

Asimismo, si la comparación se efectúa mediante la relación precio/cash-flow, España, junto con Italia y Alemania, sobresale en esta comparación por la elevada rentabilidad —o el bajo precio relativo— de los valores bursátiles.

Respecto a la relación precio/valor contable, en el caso de España se mantuvo, en el período 1989-1992, en torno a 1 (el conjunto de las sociedades de la Bolsa de Madrid cotizaron a precios en torno a su valor contable). Por el contrario, para el resto de países desarrollados (a excepción de Italia) dicha ratio tomó valores superiores a la unidad.

Por último, España se encuentra muy por encima de la media de los países considerados en términos de rentabilidad por dividendo, con un 5 % como media para el período 1989-1992, mientras que para el resto de los países considerados (excepto para el Reino Unido) esta variable mantuvo valores inferiores al 4 % a lo largo de ese mismo período.

Las inversiones en bolsa por parte de no residentes no solo estuvieron condicionadas por el desarrollo de las variables económicas y financieras internas, sino que, además, han existido otros factores que han incidido en su evolución reciente. Estos factores pueden agruparse en tres grandes grupos: de control de cambios, fiscales y técnicos o estructurales.

Respecto al primero de los factores mencionados, la liberalización del control de cambios y la adhesión

de España a la CE obligaron a adecuar el marco normativo de las inversiones de no residentes al vigente en la Comunidad. En este sentido, las inversiones en bolsa de no residentes, que estaban sometidas a un régimen de autorización discrecional previa, se liberalizaron en 1986 (4) con carácter general, a excepción de las realizadas en sectores considerados estratégicos (juego, radio y televisión, transporte aéreo y actividades relacionadas con la defensa nacional). A partir de 1990, la inversión de residentes comunitarios en estos sectores quedó, asimismo, liberalizada.

Por otro lado, a partir de febrero de 1992, se liberalizaron totalmente los movimientos de capital entre residentes y no residentes, lo cual determinó la ampliación de los canales autorizados para la recepción de cobros y pagos con el exterior (5).

Por último, el desarrollo de la legislación del mercado de divisas a plazo pudo favorecer también la inversión exterior en la bolsa española, puesto que facilita la cobertura del riesgo de cambio ante expectativas cambiantes de tipos de interés y de tipo de cambio, así como del desfase entre la contratación en pesetas y la liquidación de la operación.

La regulación española experimentó un considerable avance en este campo en los últimos años. Así, la legislación vigente hasta 1985 sólo permitía el seguro de cambio para las operaciones comerciales; con posterioridad a esa fecha, sucesivos cambios de regulación han ampliado las posibilidades de cobertura, hasta culminar, en 1991, en un régimen de total liberalización.

Un segundo grupo de factores que influyeron en la inversión en bolsa de no residentes son de tipo técnico

(4) Mediante el Real Decreto 2077/1986, de 25 de septiembre, por el que se aprueba el Reglamento de Inversiones Extranjeras en Bolsa.

(5) Con anterioridad a esta liberalización, si la orden de compra o venta dada por un no residente era recibida por un intermediario financiero no habilitado para ser depositario de la inversión extranjera, el trámite burocrático era más largo que si el no residente acudía directamente a una entidad delegada. Tal situación discriminaba, con medidas puramente administrativas, a unos intermediarios financieros respecto a otros, lo cual era un impedimento para lograr un mercado financiero eficiente y competitivo.

CUADRO 6

Indicadores de precios y rentabilidad

	PER				Precio/cash-flow				Precio/valor contable				Rentabilidad por dividendos			
	82-90	1990	1991	1992	82-89	1990	1991	1992	1989	1990	1991	1992	1989	1990	1991	1992
España	10,5	8,7	9,8	8,7	4,4	4,5	4,6	4,0	1,3	0,8	1,1	1,0	4,0	5,4	4,9	5,5
Italia	10,9	9,3	14,0	21,1	2,9	2,4	2,5	2,5	1,7	0,9	1,1	1,0	2,5	4,0	3,7	3,3
Francia	11,5	9,8	12,7	14,9	5,0	4,7	5,7	5,9	2,1	1,5	1,5	1,4	2,7	3,8	3,5	3,7
Reino Unido	11,6	10,8	15,2	18,9	5,9	6,1	8,4	10,1	2,0	2,0	1,8	2,0	4,5	5,6	5,3	4,7
Alemania	11,5	13,0	15,1	14,4	3,5	2,8	4,6	3,9	2,4	1,3	1,8	1,7	2,9	3,8	3,7	3,9
Estados Unidos	14,2	13,8	21,7	22,5	6,4	7,2	9,9	10,2	2,2	2,4	2,3	2,3	3,3	3,8	3,0	3,0
Japón	47,1	29,0	35,3	38,2	14,8	14,6	9,9	8,2	4,8	3,2	2,4	1,8	0,4	0,8	0,8	1,0

Fuente: Morgan Stanley Capital International.

co y estructural. En este sentido, hay que señalar las implicaciones de la entrada en vigor, en julio de 1989, de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, en respuesta a la necesidad de incorporar al sistema jurídico español el de la Comunidad Económica Europea en este ámbito y a la exigencia de llevar a cabo una reforma global de nuestro mercado de valores con el fin de potenciarlo ante la perspectiva de un mercado europeo de capitales.

Es en este marco donde ha tenido lugar el proceso de renovación de la estructura técnica e institucional del mercado bursátil español, que se ha centrado en el desarrollo de cuatro pilares básicos: el régimen de contratación, la difusión de información, la canalización electrónica de órdenes y los procesos de liquidación y compensación (6). Estas reformas han determinado una reducción en el coste de obtención de información y un incremento en la liquidez y en la eficiencia del mercado. Por su parte, todos estos avances han contribuido a facilitar el tratamiento operativo de las inversiones en bolsa de no residentes y a hacer más atractivo el mercado español para el no residente.

Por último, es necesario considerar la influencia que los factores de tipo fiscal han podido tener sobre las inversiones exteriores en bolsa. Respecto a este punto, se puede afirmar que el tratamiento fiscal de estas inversiones es, en términos generales, más gravoso en España que en el resto de los principales países de la OCDE (7). Como se refleja en el cuadro 7, el mayor gravamen proviene de dos rasgos diferenciales del esquema fiscal aplicado en España: el tratamiento de los incrementos y de las disminuciones patrimoniales y la doble imposición de dividendos.

Respecto al primero de los problemas mencionados —el tratamiento de los incrementos y disminuciones patrimoniales—, la fiscalidad española aplica unos criterios diferentes de los del resto de países de la OCDE. En España se asimila el concepto de ganancia de capital al de renta, integrándose, por lo tanto, esta última en la base del impuesto. Modificaciones introducidas en 1991 han supuesto una cierta mejora, pero no han resuelto totalmente el problema.

La fiscalidad sobre los dividendos también presenta un tratamiento menos ventajoso en España que en

(6) Ver García-Vaquero y Gutiérrez (1991).

(7) Ver Roldán (1992).

CUADRO 7

Imposición de los ingresos de las inversiones en cartera

	Dividendos		Tratamiento de las plusvalías				IRPF
	Régimen de distribución	Tipo de retención	A corto plazo	A largo plazo	Plazo para acceder al tratamiento a largo	Mínimo exento en corto plazo	
España	Deducción del 10 % sobre imposición a tarifa normal	25 %	Tipo marginal	Exento	Diez años	Sí (a)	Tipo máximo 56 % por encima de 70.418 ecus
Países Bajos	Exentos hasta 438 ecus por individuo. Resto, gravado con el IRPF	25 %	No hay impuestos de plusvalía		—	—	Tipo máximo 60 % por encima de 37.598 ecus
Bélgica	Exentos en el 95 %	25 %	Exento	Exento	—	—	Tipo máximo 55 % por encima de 52.580 ecus
Alemania	Exentos 190 ecus. Deducción de 9/16 del dividendo	25 %	Tipo marginal	Exento	Seis meses	Sí	Tipo máximo 53 % por encima de 58.786 ecus
Reino Unido	Deducción de 1/3 de los dividendos distribuidos	—	40 %	40 %	—	Sí	Tipo máximo 40 % por encima de 33.100 ecus
Luxemburgo	Gravados al tipo de la renta	15 %	Tipo marginal	Exento	Seis meses	Sí	Tipo máximo 50 % por encima de 30.258 ecus
Francia	Deducción del 50 %	—	16 %	16 %	—	Sí	Tipo máximo 56,8 % por encima de 47.808 ecus

Fuentes: Bolsa de Madrid (1993) y Roldán (1992).

(a) La exención se fija sobre el precio del bien enajenado y no sobre el volumen de la plusvalía.

la mayoría de los países. El importe de los mismos se integra, en todos los casos, en la base del impuesto sobre la renta, tributando, por tanto, al tipo marginal, que en España presenta un límite máximo, superior al de la mayoría de los países de la CE estudiados. Por otro lado, en España no se contemplan exenciones sobre dividendos, como ocurre en otros países, siendo, además, el régimen de deducciones menos ventajoso, pues estas son de menor cuantía, y en lugar de aplicarse sobre la base imponible, se aplican sobre la cuota. Pese a ello, la existencia de tratados para evitar la doble imposición permitió paliar este trato fiscal menos favorable. En este sentido, fueron los países con los que España no mantuvo tratados de doble imposición los más perjudicados en cuanto a los excesos de gravamen que impone el ordenamiento tributario español respecto al existente en otros países.

España tiene establecidos convenios de doble imposición con la mayoría de los países de la OCDE, excepto Grecia e Irlanda. La firma de los mismos fue, en casi todos los casos, anterior a 1984, salvo en dos importantes excepciones: Luxemburgo y Estados Unidos, que se adhirió a los mismos en 1986 y 1990 (8), respectivamente.

5. CONCLUSIONES

La Bolsa de Madrid evolucionó, a lo largo del período analizado, con enorme sincronía en relación al ciclo económico. Así se apreció un fuerte desarrollo de la misma a partir de 1984, con los primeros signos de recuperación económica y la posterior entrada en una fase fuertemente expansiva, provocando las consiguientes expectativas de rentabilidad empresarial. Por su parte, a partir del segundo semestre de 1989, se apreció un período de menor expansión de la bolsa como consecuencia, principalmente, de la desaceleración sufrida por la economía española, de la crisis registrada en las principales bolsas mundiales en 1990 y del impacto de una política crediticia restrictiva (que, en general, supone unos precios de cotización bajos).

Por otro lado, durante la mayor parte del período analizado, en un contexto en que dominaron las expectativas de apreciación y estabilidad del tipo de cambio de la peseta a corto y medio plazo, la rentabilidad de los instrumentos de renta variable denominados en pesetas fue muy superior a la ofrecida por activos alternativos denominados en moneda extranjera.

A lo largo del período estudiado, la evolución de la bolsa española, en términos de contratación, capitalización y liquidez, fue similar a la registrada por otras bolsas internacionales, de manera que su posición relativa no varió de manera significativa. Sí registró, en

cambio, una subvaloración creciente, de forma que el diferencial positivo de rentabilidad entre las acciones cotizadas en las bolsas españolas y en las extranjeras fue en aumento.

El volumen de inversiones en bolsa de no residentes experimentó constantes e importantes aumentos desde 1984; los sectores de destino de dicha inversión fueron los de mayor negociación y liquidez: sector bancario, eléctrico, los sectores de construcción, químicos y de comunicación y transportes. Por otra parte, la inversión exterior mostró tasas de rotación crecientes a lo largo del período estudiado. El incremento de la tasa de rotación podría indicar que los no residentes se han ido inclinando hacia la obtención de ganancias de capital a más corto plazo, pero también podría, simplemente, reflejar la incorporación de la bolsa española a las corrientes imperantes en los mercados internacionales que, en un entorno de crisis bursátiles sucesivas, han mostrado una fuerte variabilidad de las corrientes inversoras.

En la evolución creciente experimentada por el volumen de inversión exterior influyeron factores de diversa índole. Por un lado, se consolidó la recuperación y desarrollo económico que vivía la economía española desde 1984. En segundo lugar, la peseta mostró una gran fortaleza a lo largo de todo el período, y, por último, también influyó el mayor grado de apertura al exterior de la economía española.

A estos factores deben añadirse otros que se refieren al propio mercado bursátil y a su marco legal: en primer lugar, las cotizaciones en la Bolsa de Madrid, que, como se ha dicho, estuvieron crecientemente subvaloradas en relación con las cotizaciones en otras bolsas internacionales.

Por otra parte, la liberalización del control de cambios, la progresiva mejora en el tratamiento fiscal de las ganancias de capital obtenidas por no residentes y la reforma del mercado de valores iniciada en 1988 contribuyeron significativamente al desarrollo de la inversión de los no residentes. La reforma del mercado de valores es el factor que puede tener, una vez que mejoren las condiciones económicas, una mayor influencia en el desarrollo de la inversión exterior en las bolsas españolas. La innovación tecnológica que dicha reforma puede inducir conlleva menores costes de información y de transacción para los usuarios y unos servicios más eficientes para los intermediarios. Además, en el ámbito nacional, los mercados se han centralizado y se han hecho más eficaces y líquidos, lo que puede aumentar la confianza del inversor no residente.

11.3.1993.

(8) Con fecha de entrada en vigor el 1 de enero de 1991.

BIBLIOGRAFÍA

GARCÍA-VAQUERO, V., y GUTIÉRREZ, F. (1991). *Cambios técnicos y en la estructura del mercado bursátil*. Documento interno, EC.1991.10

MARTÍNEZ ALBALADEJO, T. (1991). *Inversiones extranjeras en valores negociables durante 1991*. ICE, n. 2.335, del 27 de julio al 30 de agosto.

NAVASCUÉS, M., y GALMÉS, S. (1991). *El mercado a plazo de la peseta y el seguro de cambios*. Boletín económico del Banco de España, octubre.

ROLDÁN, J. M. (1992). *Diferenciales de fiscalidad y libre movilidad de capitales en España y la CE*. Documento interno, EC.1992.10

BOLSA DE MADRID (1992). Boletín mensual, noviembre.

Efectos de los cambios en la imposición indirecta en 1992

1. INTRODUCCIÓN

Los cambios en la imposición indirecta española introducidos en 1992 fueron los siguientes: en enero, se elevó en un punto el tipo general del Impuesto sobre el Valor Añadido (pasando del 12 al 13 %) y se redujo en 5 puntos el tipo incrementado (desde el 33 al 28 %); el Impuesto sobre Hidrocarburos se aumentó en siete pesetas por litro en gasolinas y en cinco pesetas por litro en gasóleos de automoción; y en el Impuesto sobre las Labores del Tabaco se incrementó 3,5 puntos (hasta el 45,5 %) el tipo *ad valorem* aplicable a los cigarrillos. En agosto se volvió a aumentar el tipo impositivo general del IVA desde el 13 hasta el 15 %.

Los efectos económicos inducidos por estos cambios en la imposición indirecta durante 1992 fueron muy diversos y de notable importancia cuantitativa. Dada la multiplicidad de estos efectos, por la relevancia que tiene la imposición indirecta para las decisiones de consumo, de inversión, de empleo, precios, etc. de los agentes económicos, y la dificultad que entraña su análisis, por la complejidad de sus mecanismos de transmisión a través de las principales variables macroeconómicas, no es posible considerar detalladamente todos ellos de manera conjunta. En este artículo se estudia la incidencia de estos cambios sobre dos de los desequilibrios más graves de la economía española: la inflación y el déficit público. En particular, el análisis se centra en las repercusiones de los cambios impositivos en los precios (tanto en los deflatores de las cuentas nacionales como en el Índice de Precios de Consumo y sus componentes) y en la recaudación.

Con objeto de realizar un análisis completo, en la medida de lo posible, de estos efectos, es conveniente considerar separadamente las distintas etapas del análisis y los distintos instrumentos que se utilizan en cada una de ellas. En primer lugar, desde la fase previa a la introducción de los cambios impositivos, se plantea el problema de la previsión de sus efectos probables. En segundo término, una vez que entran en vigor esos cambios y se va disponiendo de algunos datos e indicadores de sus repercusiones económicas, se lleva a cabo un seguimiento y análisis continuado de esta información coyuntural para contrastar el grado de aproximación de las previsiones que se habían concebido anteriormente. Por último —cuando se dispone de una información más rica y completa, que permite estimar con suficiente fiabilidad estadística el conjunto de las variables que intervienen en el análisis—, se hace una evaluación global de las previsiones que se formularon inicialmente, y de sus eventuales revisiones posteriores, y, en consecuencia, se actualizan los modelos de análisis utilizados como instrumentos de previsión y seguimiento coyuntural.

En este artículo se describen brevemente los trabajos realizados en el Servicio de Estudios del Banco

de España, tanto en la fase de previsión como en la de seguimiento coyuntural, cuando todavía la información disponible es demasiado agregada e insuficiente para abordar una revisión en profundidad del problema. Se pretende con ello no sólo recapitular los efectos percibidos hasta ahora de los cambios impositivos sobre los precios y la recaudación, sino también exponer los métodos utilizados para el análisis.

2. PREVISIÓN DE LOS EFECTOS

La previsión de los efectos se realizó en dos etapas. En la primera, se utilizó una aproximación microeconómica para estimar las repercusiones de los cambios impositivos sobre las estructuras de precios, consumo y recaudación, bajo ciertas hipótesis de comportamiento de los salarios, el empleo, los precios y rentas, el consumo privado y las demás variables agregadas de la economía. En la segunda etapa, se hizo un análisis macroeconómico para estudiar los efectos conjuntos sobre el equilibrio de las variables agregadas más relevantes, pero manteniendo ahora constantes las estructuras de esas variables.

2.1. Análisis microeconómico

En la aproximación microeconómica, se calculó en primer lugar la incidencia de los cambios impositivos sobre el Índice de Precios de Consumo (IPC), desagregado a nivel de 4 dígitos (144 subclases), y también, como contraste de lo anterior, sobre un índice de precios del consumo privado, desagregado por productos de las ramas de actividad, según las tablas Input-Output. Se supuso en ambos casos que se mantenían constantes las otras variables, de manera que el impacto de la nueva fiscalidad era transmitido íntegra e inmediatamente a los precios de consumo. Los efectos sobre estos índices agregados de los

cambios del IVA y de los impuestos especiales introducidos a principios del año 1992 se estimaron entre 0,5 y 0,6 puntos porcentuales de aumento, mientras que la posterior elevación del tipo general del IVA, que se aplicó a partir del mes de agosto, se estimó que supondría un impacto inflacionista de 0,7 puntos porcentuales, aproximadamente.

En el cuadro 1 se resume la cuantificación de los efectos directos teóricos que se esperaban de los cambios impositivos sobre el IPC y sus componentes. Sobre los precios de los alimentos no elaborados se preveía un impacto nulo, porque la fiscalidad que soportaban permaneció constante. Para el índice de precios de alimentos elaborados se estimó un efecto de un punto porcentual en enero (imputable en mayor medida al aumento del Impuesto sobre las Labores del Tabaco que a la elevación del tipo general del IVA) y de otro medio punto porcentual en agosto (por la subida de dos puntos del tipo general del IVA). En cambio, en los precios de los bienes industriales no energéticos, el impacto de los aumentos de enero se esperaba mucho menor que el de agosto, porque la primera elevación del tipo general del IVA se compensaba casi totalmente con el descenso simultáneo del tipo incrementado aplicable a automóviles, joyería y bisutería, mientras que el aumento de dos puntos del tipo general, en agosto, no tuvo compensación alguna. Además, parte de los efectos que se preveían en los precios de los bienes industriales no energéticos se asignaron a marzo y a septiembre, debido a que las tomas de precios de electrodomésticos y electroacústicos se realizaban una vez al trimestre. En el índice de precios de los servicios se estimó un efecto directo, ligado proporcionalmente a las variaciones en el tipo general del IVA. Por último, en los precios energéticos, el impacto combinado de las alzas del Impuesto sobre Hidrocarburos y del IVA, en enero, se previó que fuera de un 4,5 %, bastante más importante que el derivado de la subida del IVA, en agosto (1,8 %).

CUADRO 1

Efectos directos teóricos de los cambios impositivos en 1992 (a)

	Efectos en porcentaje						
	Primer cambio impositivo			Segundo cambio impositivo			Ambos cambios
	Enero	Marzo	Total	Agosto	Septiembre	Total	Total
Índice general (100 %)	0,58	0,01	0,59	0,69	0,04	0,73	1,32
Alimentos no elaborados (15,46 %)	—	—	—	—	—	—	—
Alimentos elaborados (17,56 %)	1,01	—	1,01	0,51	—	0,51	1,52
Bienes industriales no energéticos (25,74 %)	0,04	0,06	0,10	1,19	0,16	1,35	1,45
Servicios (34,24 %)	0,24	—	0,24	0,49	—	0,49	0,73
Energía (7 %)	4,46	—	4,46	1,77	—	1,77	6,23
IPSEBENE (77,54 %)	0,35	0,02	0,37	0,73	0,05	0,78	1,15

Fuente: Banco de España.

(a) Se supone una repercusión íntegra e inmediata de los cambios impositivos al consumidor.

Una vez estimados, en primera aproximación, los cambios de precios que podrían provocar las elevaciones de los impuestos indirectos, se estudiaron los efectos probables de las reformas impositivas sobre los precios y la recaudación, inducidos a través de la estructura del consumo privado. Con este fin se utilizó un modelo sencillo de simulación, que se apoya en dos supuestos básicos: en primer lugar, los precios de producción no se alteran en la simulación —son los precios de consumo los que se ven afectados— y, en segundo lugar, el gasto total de cada consumidor no varía ante cambios en los tipos impositivos. Los principales rasgos del método de análisis empleado se describen en el anexo al final del artículo.

Este modelo se utilizó para evaluar los efectos de los cambios impositivos llevados a cabo, en dos fases, en 1992 (ver cuadro 2). El impacto sobre la tasa de inflación resultante de la simulación conjunta de todos los cambios introducidos se estimó en torno al 1,3 %, cifra prácticamente idéntica a la calculada anteriormente para el IPC, por el efecto conjunto esperado sobre cada uno de sus componentes. Este impacto global puede descomponerse en un 0,55 % imputable a las reformas introducidas en enero (correspondiendo aproximadamente dos décimas a las reformas en los tipos del IVA y 0,35 puntos porcentuales a la elevación de algunos impuestos especiales) y en un 0,75 % inducido por la elevación del tipo general del IVA introducida en agosto.

El aumento porcentual, en términos anuales, de la recaudación total por imposición indirecta derivada de las reformas llevadas a cabo a lo largo del año, bajo la hipótesis de que el gasto total de consumo permanecía constante, se situaba alrededor del 11 %. La simulación aislada de las medidas fiscales adoptadas en enero ofrecía un incremento de la recaudación indirecta próximo al 5 %, desglosado en alrededor de un 1,6 % derivado de las reformas del IVA y en algo más de un 3,2 % como consecuencia de los aumentos de los impuestos especiales, mientras que el impacto previsible de la reforma de agosto se situaba ligeramente por encima del 6 %. No obstante, hay que

tener en cuenta que, por un lado, el crecimiento de la recaudación en 1992 imputable a esta última medida debía ser inferior a esta cifra, pues entró en vigor en agosto, aunque, por otro lado, el gasto total de consumo sería mayor en 1992 que en 1991, elevándose la recaudación por esta vía. El aumento anual teórico de la recaudación indirecta total se podía descomponer en incrementos similares de la recaudación por IVA (11,3 %) y de la recaudación por impuestos especiales (10,7 %). Por último, como era previsible, no se encontraron efectos redistributivos apreciables.

2.2. Análisis macroeconómico

Una vez examinados los efectos probables de los cambios impositivos sobre la estructura de los precios y del consumo privado, manteniendo constantes los determinantes agregados de las decisiones de fijación de precios y el gasto total de los consumidores, se necesitaba completar el análisis, desde una perspectiva macroeconómica, estudiando cómo podrían verse afectadas estas decisiones de los agentes económicos al ajustarse a un nuevo equilibrio conjunto las variables agregadas de la economía. Para este análisis, se utilizó el modelo macroeconómico MOISEES, que había sido construido en la Dirección General de Planificación de la Secretaría de Estado de Hacienda.

Un aumento de los tipos impositivos legales se traduce en el modelo en una elevación del tipo medio efectivo de imposición indirecta, mediante una estimación desagregada de las repercusiones de los cambios legales sobre la estructura recaudatoria de los impuestos indirectos. La recaudación agregada que se obtiene como resultado de aumentar el tipo medio efectivo de la imposición indirecta es endógena, ya que depende de las reacciones de los agentes económicos a ese aumento. Aunque en el modelo macroeconómico se aprecia solamente el resultado final que establece la compatibilidad de las reacciones simultáneas de los agentes económicos, en el gráfico 1 se han especificado los principales canales de transmisión de los efectos probables de esas reacciones, especificando mediante un signo (+,-) el sentido del ajuste esperado de las variables agregadas.

El impacto inicial de un incremento en los impuestos indirectos es una elevación de los costes de producción, al encarecerse los inputs productivos, y de los precios finales, al trasladarse los mayores tipos impositivos. Los agentes económicos reaccionan a estos cambios revisando sus planes, de manera que el mayor nivel de precios se va acomodando —total o parcialmente—, al tiempo que las decisiones de consumo, inversión, empleo, etc. varían. Los efectos-precio iniciales y los efectos-cantidades inducidos por aquéllos operan tanto por el lado de la demanda como por el de la oferta.

CUADRO 2

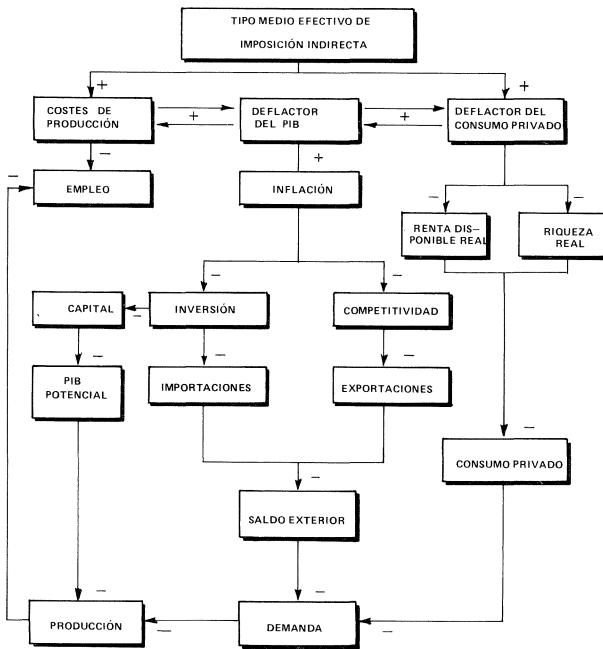
Efectos teóricos inducidos por los cambios impositivos en 1992 a través de la estructura del consumo privado

	Primer cambio impositivo		Segundo cambio impositivo	Ambos cambios
	IVA	I. Espec.	IVA	Total
Recaudación total	1,59	3,24	6,01	11,14
IVA	2,26	0,14	8,70	11,32
Impuestos especiales	-0,15	11,25	-0,39	10,66
Índice de precios	0,20	0,34	0,75	1,30

Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 1

Transmisión de los efectos de aumentos en la imposición indirecta



Fuente: Banco de España.

Los efectos-precio por el lado de la demanda consisten básicamente en un escalón, es decir, en un salto de nivel relativamente rápido, reflejado en una momentánea aceleración de la inflación. En principio, este proceso no debería acarrear un incremento en las expectativas inflacionistas para años posteriores. En cambio, por el lado de la oferta, la elevación de los precios de consumo puede traducirse en presiones salariales al alza que, sumadas al incremento de los precios de algunos factores productivos intermedios, pueden iniciar un proceso de alza de la inflación más persistente que el anterior, al tiempo que empeoraría el empleo y la competitividad de la economía. Esta posible persistencia de la perturbación inflacionista inicial depende fundamentalmente de la situación cíclica de la economía y de la formación de expectativas de precios por los agentes económicos. A la hora de cuantificar las previsiones, la magnitud de estos efectos inducidos era la fuente principal de incertidumbre, pero se confiaba en que la fase de desaceleración cíclica que atravesaba la economía española, la moderación de los crecimientos salariales, probable en esta fase, y el mantenimiento de una política monetaria ajustada permitirían reducir significativamente los riesgos de realimentación del proceso inflacionista derivados de la política fiscal programada para 1992.

En resumen, teniendo en cuenta los efectos-precio de tipo escalón, por el lado de la demanda, y los de tipo acelerador de los costes (en los que se incluía un aumento de medio punto porcentual del tipo de cotización), por el lado de la oferta, se esperaba un

aumento de la inflación media del año, medida por el deflactor del PIB, de un punto porcentual, aproximadamente, en el año 1992, como consecuencia de los cambios fiscales introducidos al principio del ejercicio. Por otra parte, cuando a mediados de año se revisaron las previsiones en función de la información que ya se conocía, para evaluar los efectos de la segunda elevación del tipo general del IVA, se estimó que su impacto sobre los deflatores del consumo privado y del PIB para la media de un año completo sería de 1,1 puntos porcentuales, aunque la repercusión inflacionista en lo que quedaba de año sería solamente de unas cuatro décimas.

Los ajustes de cantidades, en respuesta a estos efectos-precio, se transmiten por el lado de la demanda a través del consumo, principalmente. Como muestra el gráfico 1, al repercutirse en los precios de consumo los nuevos tipos legales, la capacidad adquisitiva de los consumidores se ve disminuida por el descenso de su renta disponible y de su riqueza, en términos reales, esperándose, como consecuencia, una menor demanda de bienes (y de servicios) de consumo. Pero existen también otros efectos significativos, aunque de menor importancia cuantitativa, que tienden a reducir el crecimiento de la demanda agregada real a través de la inversión y del saldo exterior de la economía. En la parte central del gráfico 1 se especifica cómo el aumento del deflactor del PIB está asociado a una aceleración (al menos transitoria) de la inflación, que afecta negativamente a la inversión y a la competitividad de la economía. Incluso si la política monetaria acomoda las mayores presiones inflacionistas, el tipo de interés real no bajará lo suficiente como para compensar el ajuste de la inversión inducido por la desaceleración del consumo real y por la pérdida de competitividad. Estos cambios tienden, además, a transmitirse a la demanda exterior, aunque con bastante debilidad, ya que la interacción de efectos contrapuestos se refleja en unos pequeños ajustes a la baja de los flujos de importaciones y exportaciones, que se saldan con un impacto neto ligeramente negativo sobre la demanda exterior de la economía, como resultado de las elasticidades precios y renta estimadas en el modelo macroeconómico.

Junto a estos efectos recesivos por el lado de la demanda, el incremento de la imposición indirecta también se transmite por el lado de la oferta a una menor producción agregada, a través de los aumentos de costes y los ajustes a la baja del empleo, así como por la menor capacidad productiva instalada y PIB potencial (debidos a la caída de la inversión), según se aprecia en la parte izquierda del gráfico 1. La gravedad de estos efectos recesivos sobre la producción y el empleo agregados depende de la flexibilidad del mercado de trabajo y de la moderación de salarios y márgenes empresariales. Bajo las hipótesis contempladas en los ejercicios de previsión, la reducción esperada del crecimiento real del PIB era de en-

tre dos y tres décimas de punto porcentual, con un ajuste a la baja del nivel de empleo de casi medio punto porcentual. Como resultado final de este escenario macroeconómico, se estimó que el efecto de los cambios en la imposición indirecta sobre la recaudación agregada y la reducción del déficit público sería de algo más de medio punto porcentual del PIB.

3. SEGUIMIENTO COYUNTURAL DE LOS EFECTOS

El seguimiento coyuntural de los efectos que se esperaban de los aumentos de la imposición indirecta está condicionado por la disponibilidad de información estadística. La publicación mensual del IPC y sus componentes, y de las estadísticas de recaudación del Estado, permite examinar puntual y detalladamente la evolución de los precios de consumo y de los ingresos impositivos, contrastando así el acierto mayor o menor de las previsiones que se hicieron con anterioridad. En los dos apartados siguientes se exponen estas contrastaciones. Sin embargo, para el resto de las variables macroeconómicas de interés sólo se dispone de información trimestral y fragmentaria, por lo que resulta más difícil valorar cuál es su evolución a lo largo del año y en qué medida refleja los efectos que se habían previsto o la incidencia de otros factores no tenidos en cuenta en las previsiones iniciales.

3.1. Efectos observables en el Índice de Precios de Consumo

En los precios energéticos, al ser precios regulados (1), se repercutieron las elevaciones impositivas íntegramente a los consumidores. El efecto conjunto de las medidas fiscales se estima en una elevación de 6,2 puntos porcentuales en el nivel del IPC energético, correspondiendo a enero unos cuatro puntos y medio, mientras la última modificación impositiva supuso un incremento de 1,8 puntos porcentuales, que no se repercutió de una sola vez, al posponerse hasta el 11 de septiembre la revisión del precio del butano. Dejando de lado el precio del gas licuado, hay que puntualizar que el crecimiento registrado por el índice energético fue sensiblemente inferior al atribuible a la subida de impuestos, debido al alivio que significó la caída, en agosto, de los precios energéticos internacionales.

En los restantes componentes del IPC es mucho más complicado valorar en qué medida se trasladó al consumidor el incremento de los impuestos indirectos. La manera más adecuada sería analizar un mo-

delo econométrico en el que el IPC se explicara a partir de las variables causales de la inflación —entre las cuales habría que introducir los impuestos indirectos—, aunque no es posible construir ese tipo de modelo para el IPC, por carecer de la mayor parte de las variables explicativas con periodicidad mensual. En su defecto, el procedimiento empleado, que tan sólo constituye una aproximación al problema, ha consistido en cotejar los valores teóricos del efecto directo con las estimaciones que, con los modelos disponibles (2), se obtienen al introducir variables artificiales, tipo escalón, en los meses con cambios impositivos. El uso de las variables artificiales está plenamente justificado por el hecho de que en los modelos utilizados no hay nada, ni el pasado de las series ni las variables exógenas (por ser índices de precios antes de impuestos), que pueda explicar las elevaciones de precios por vía fiscal. Además, se han utilizado variables artificiales tipo escalón, porque las modificaciones de los impuestos indirectos suponen variaciones de carácter permanente del nivel de precios. De la comparación entre los efectos teóricos y los estimados se obtienen dos tipos de situaciones que dan lugar a resultados diferentes, y que son:

- a) El coeficiente de la variable artificial estimada es superior o prácticamente igual al valor teórico. En esa circunstancia, y si no existe información en sentido opuesto, se supone que se ha repercutido totalmente al consumidor el aumento de la presión fiscal.
- b) El coeficiente de la variable artificial es inferior al valor teórico, en cuyo caso no se ha trasladado íntegramente al consumidor la variación de impuestos indirectos, y si no se tiene información adicional, se supone que el efecto es de tan sólo la cuantía que recoge la variable artificial, y por tanto, se han reducido los márgenes comerciales o los costes de producción.

Una limitación, que podría llegar a ser importante, del procedimiento descrito más arriba, consiste en que si se produce, simultáneamente a los cambios impositivos, otro acontecimiento excepcional que afecte a los precios de consumo, no será posible discernir qué parte del valor atípico observado está vinculado a cada uno de los factores. En el cuadro 3 se ofrecen los escalones estimados que se han introducido por las modificaciones impositivas, recogiendo en el cuadro 4 los efectos sobre el IPC, a los que se llega empleando los criterios comentados anteriormente.

(2) Los modelos son de dos tipos; por un lado, un modelo ARIMA, con análisis de intervención para el índice de servicios, y por otro, modelos con indicador para los otros componentes. Dichos modelos se pueden consultar en Matea, «Análisis de la inflación en España», incluido en Espasa y Cancelo (eds.), *Métodos cuantitativos para el análisis de la coyuntura económica*, Alianza Editorial (1993), aunque, debido a las reestimaciones posteriores, los actuales presentan ligeros cambios respecto a los publicados.

(1) Durante 1992 CAMPSA fijaba libremente los precios de los carburantes y combustibles de calefacción cada dos semanas, aunque respetando unos precios máximos fijados por la administración, y revisados con la misma periodicidad. Como las diferencias entre unos y otros eran mínimas, para el presente estudio los precios de estos bienes son considerados precios regulados.

CUADRO 3

Coefficientes en porcentaje de las intervenciones debidas a los cambios impositivos en los modelos de los componentes del IPC (a)

	Enero	Marzo	Agosto	Sep- tiembre	Octubre
Alimentos elaborados	1,29	—	0,45	—	—
Bienes industriales no energéticos	-0,37	—	—	0,70	0,59
Servicios	—	—	0,29	—	—

Fuente: Banco de España.

(a) Modelos con indicador de los componentes de alimentos elaborados y de bienes industriales no energéticos, y modelo univariante del componente de servicios.

El impacto de la alteración de la fiscalidad indirecta, durante 1992, sobre el índice de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) se evalúa en 1,1 puntos porcentuales, correspondiendo 0,35 puntos porcentuales al primer cambio y unas siete décimas al último. Estas cifras suponen una cierta compresión de los márgenes comerciales, aunque no ha sido generalizada, sino selectiva, al centrarse básicamente en las empresas relacionadas con los bienes industriales no energéticos. A la vez, se ha apreciado un cierto desfase en la traslación al consumidor de los incrementos impositivos, que nuevamente difiere de unos sectores a otros. Todo ello hace aconsejable analizar lo sucedido en los distintos componentes que forman el IPSEBENE.

Sin embargo, antes de entrar en los detalles de composición, es interesante comparar la inflación subyacente (3) del IPSEBENE con y sin los efectos de las modificaciones del IVA e impuestos especiales. Como se puede comprobar en el gráfico 2, una vez descontados los efectos de las variaciones de los im-

(3) La inflación subyacente se define como el crecimiento de la tendencia de la serie. Para un mayor detalle sobre este concepto, véase la referencia de la nota anterior.

puestos indirectos, este componente del IPC presentó a lo largo de 1992 un crecimiento desacelerado, con la salvedad de la elevación que se apreció en febrero, de forma que de una inflación subyacente, limpia de efectos impositivos, del 5,9 % en enero de 1992 se pasó a una del 5,4 % a finales de año. Esta mejora en el proceso inflacionista es algo mayor si comparamos las inflaciones subyacentes correspondientes a febrero y diciembre de 1992, debido al retroceso que en el proceso inflacionista se produjo en febrero, y que, aunque fue bastante generalizado, partió, en gran medida, de los servicios.

Las inflaciones subyacentes estimadas, con y sin impuestos indirectos, evolucionan paralelamente, pero truncándose dicho paralelismo en los momentos en los cuales se registran los efectos impositivos sobre el IPSEBENE. Además, las discrepancias entre una y otra línea se cancelan transcurrido un año, como ya ocurrió con el impacto del incremento del Impuesto sobre Labores del Tabaco en enero de 1990, según se aprecia en el gráfico 2. Así, después de diferir ambas inflaciones subyacentes (con y sin impuestos indirectos) a lo largo del año 1990, volvieron a coincidir en el año 1991.

En la parte central del gráfico 2 se representan los coeficientes de las variables artificiales estimadas por los modelos en los meses en los cuales hubo efectos impositivos sobre el IPSEBENE, mientras en la parte inferior se representan los errores de predicción de la tasa de diciembre de 1992 sobre diciembre de 1991 que se fueron cometiendo a medida que se conocían los datos del IPC correspondientes al mes que se indica en el eje horizontal, y utilizando toda la información disponible hasta entonces. Dichos errores recogen todas las innovaciones que se produjeron desde ese momento hasta finales de 1992. Además, la comparación entre dos errores de previsión consecutivos proporciona un esbozo de las sorpresas que se incorporan con el último dato. Un valor positivo (negativo) de estos errores indica una previsión inferior (superior) al

CUADRO 4

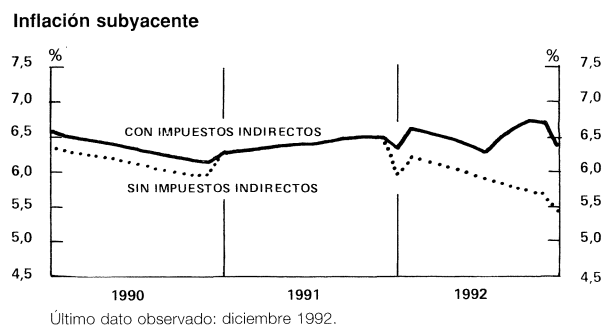
Efectos directos estimados de los cambios impositivos en 1992

	Efectos en porcentaje							
	Primer cambio impositivo			Segundo cambio impositivo				Ambos cambios
	Enero	Marzo	Total	Agosto	Septiembre	Octubre	Total	Total
Índice general (100 %)	0,57	0,01	0,58	0,31	0,23	0,15	0,69	1,27
Alimentos no elaborados (15,46 %)	—	—	—	—	—	—	—	—
Alimentos elaborados (17,56 %)	1,01	—	1,01	0,47	—	—	0,47	1,48
Bienes industriales no energéticos (25,74 %)	—	0,06	0,06	—	0,66	0,59	1,23	1,29
Servicios (34,24 %)	0,24	—	0,24	0,36	0,10	—	0,46	0,70
Energía (7 %)	4,46	—	4,46	1,45	0,32	—	1,77	6,23
IPSEBENE (77,54 %)	0,33	0,02	0,35	0,26	0,26	0,20	0,72	1,07

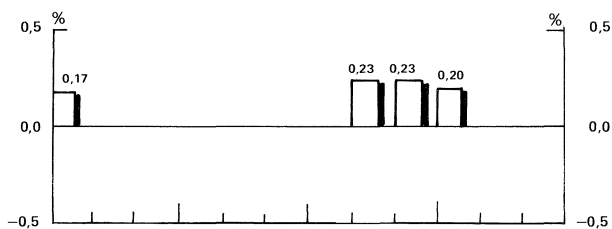
Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 2

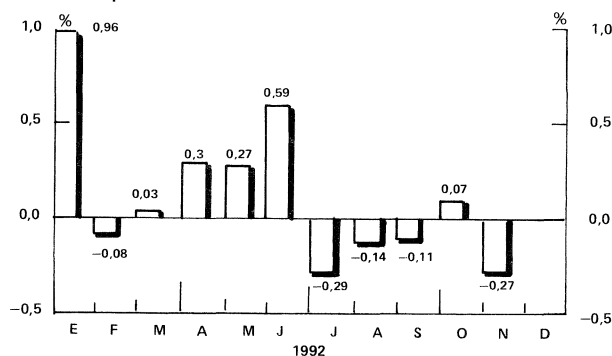
Índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos



Coefficiente del análisis de intervención por los cambios impositivos de 1992



Errores de predicción mes a mes de la tasa DIC 92/DIC 91



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

valor observado de la tasa de diciembre de 1992 sobre diciembre de 1991, que resultó ser del 6,85 %. De los errores de previsión destacan el correspondiente a enero —que fue de casi un punto porcentual y que ya se ha comentado al hablar del empeoramiento que se produjo en febrero— y el de junio. En el momento en que se realizaron las previsiones con el IPC de junio, es decir, a mediados de julio, se estaban discutiendo diversas medidas para reducir el déficit público, pero al desconocerse cuáles serían las finalmente aplicadas, no se incluía ninguna estimación especial en las previsiones, con lo que éstas resultaron bastante optimistas; de hecho, si a las expectativas de entonces se les añade el efecto impositivo de esta modificación fiscal, se obtiene un error de previsión de tan sólo una décima. Por el contrario, cuando se publicó el IPC de julio ya se había registrado el alza impositiva, por lo que se incorporó el efecto teórico en las previsiones.

Pasando a los componentes del IPSEBENE, el índice de alimentos elaborados acusó en enero un impacto inflacionista por vía fiscal de alrededor de un punto, y medio punto adicional en agosto, por lo que, el efecto total en 1992 fue de un punto y medio. Estas cifras incluyen tanto la variación del tipo general del IVA como la del impuesto especial sobre el tabaco, con una elevación del precio de este último de un 14 % en enero y del 5 % en agosto.

Respecto al índice de bienes industriales no energéticos, el efecto de la modificación impositiva ha sido ligeramente inferior al esperado, como consecuencia quizá de la debilidad de la demanda, tras la subida del IVA en agosto, ya que a principios de año los incrementos de precios observados correspondieron a los previstos: en enero, un impacto casi nulo, por haberse compensado los efectos de la elevación del tipo general y del descenso del tipo incrementado del IVA, y en marzo, el efecto retrasado resultante de la primera recogida trimestral en 1992 de precios de electrodomésticos y electroacústicos, que se efectuó en ese mes. También se observó un cierto retraso en la traslación de la última subida impositiva, que se dilató a lo largo de los meses de septiembre y octubre. En concreto, en agosto no se apreció ningún aumento de precios que pudiese ser imputable al IVA, mientras en los dos meses siguientes se han registrado alzas que han sido presumiblemente inducidas por el cambio fiscal, aunque hay alguna incertidumbre asociada a los movimientos del tipo de cambio en dichos meses. El desfase temporal del efecto en precios viene explicado porque los comerciantes esperaron para hacer coincidir la incorporación de la repercusión de la subida del tipo medio del IVA con el fin del período de rebajas, que en algunos establecimientos se prolongó hasta septiembre inclusive, y con la renovación de los productos para la temporada de otoño. También influyó la toma de precios trimestrales que se hizo en septiembre.

Del análisis de la información más desagregada se obtiene que, aunque, según el modelo con indicador del índice de bienes industriales no energéticos, se aprecia en septiembre un incremento anormalmente alto de unas siete décimas, esta subida no es debida totalmente a los impuestos, ya que incorpora un aumento del 1,2 % de la rúbrica de publicaciones, bienes que estaban gravados con el tipo reducido del IVA. Una vez eliminada la contribución de las publicaciones se tendría un efecto del IVA que sería algo inferior a las siete décimas. Por otro lado, en octubre el modelo de este índice detecta una elevación atípica del 0,59 %, que en las estimaciones realizadas se ha asignado íntegramente al efecto IVA. Sin embargo, muy probablemente esta cifra está sobrevalorada, y podría suceder que recoja en alguna medida la evolución de la posición de la peseta en septiembre y octubre. En concreto, según los datos de los índices de valores unitarios de los productos de consumo no ali-

menticios, elaborados por la Dirección General de Previsión y Coyuntura, del Ministerio de Economía y Hacienda, se observa un encarecimiento de estas importaciones del orden de un 1,7 % en septiembre, respecto al mes anterior, y de un 1,9 % adicional en octubre. Estas cifras suponen un punto de ruptura respecto al progresivo abaratamiento que se venía produciendo en el precio de estas importaciones desde el inicio del segundo trimestre. Por tanto, aunque la participación de las importaciones en el índice no sea muy importante y lleve algún tiempo el poner en el mercado estos productos, existe una duda razonable de que se esté sobreestimando el efecto del cambio impositivo. De todas formas, lo que queda descartado, debido a las fechas de recogidas de precios (4), es un efecto de la devaluación del 17 de septiembre en el IPC de dicho mes, que se solapase con el efecto desfasado del cambio impositivo de agosto.

Para el índice de servicios se estima un efecto ligeramente por encima de las siete décimas, que se descomponen en unas dos décimas a principios de año y las cinco restantes después de la medida fiscal de agosto. En enero la variación impositiva fue compensada parcialmente por el retraso del alza de los alquileres ficticios imputados a las viviendas en propiedad, que suele producirse en enero y que en el año 1992 se retrasó hasta marzo; de hecho, si se hubiese producido un incremento de un 1,5 % en esa rúbrica (sirva como referencia que el año anterior el aumento fue del 2,4 %) el modelo hubiese requerido un escalon de la misma magnitud que el valor teórico calculado. Por último, la discrepancia existente entre el valor teórico y la intervención estimada de agosto en el índice de servicios es de unas dos décimas, de lo que parece deducirse una ligerísima reducción de los márgenes comerciales en dicho mes. Después de analizar la información disponible de las 57 rúbricas, se comprueba que el efecto directo en agosto podría ser de unas cuatro décimas, en lugar de las cinco décimas teóricas, habiendo sido en reparación de calzado, servicios para el hogar y esparcimiento donde no se habría repercutido al consumidor el incremento del tipo general del IVA. No obstante, observando los datos de septiembre, parece que en estas rúbricas finalmente se produjo una repercusión parcial, con un mes de desfase, y cuyo efecto sobre el índice de servicios se valora en una décima.

3.2. Efectos observables en la recaudación impositiva del Estado

La previsión de la recaudación impositiva y, en general, de la mayoría de los ingresos y gastos públicos, presenta dificultades derivadas de un conjunto de decisiones administrativas, cuya discrecionalidad las hace impredecibles, y cuyos efectos vienen a distorsio-

nar las propiedades estadísticas de las series publicadas. Entre estas decisiones se encuentran las relativas a la imputación temporal de ingresos y pagos y al momento de su aplicación al Presupuesto, y, en el caso concreto de los impuestos, la fijación de los plazos de ingresos, los aplazamientos concedidos, el ritmo de ejecución de las devoluciones acordadas, etc. La discrecionalidad a la que están sometidas estas decisiones administrativas genera una dosis de incertidumbre y ruido añadidos a la propia evolución de los determinantes económicos y normativos de la recaudación impositiva, que hace muy costosa y poco útil la construcción de modelos sofisticados de predicción, en comparación con los resultados obtenidos al modelizar otras variables de interés, como son los componentes del IPC.

Sin embargo, las dificultades de previsión no disminuyen la necesidad de disponer de unos criterios claros de análisis estadístico que permitan valorar el significado de los datos de recaudación que se van conociendo. En consecuencia, para analizar estos datos se utilizan como referencia las proyecciones resultantes de ajustar tendencias determinísticas o modelos ARIMA sencillos, de identificación automática y bajo coste de aplicación, a las series estadísticas de recaudación. En cada momento se tienen así unas previsiones de recaudación para el conjunto del año y para cada uno de los meses que restan hasta el final del ejercicio, y aunque estas previsiones suelen ser poco fiables (sobre todo en los primeros meses de cada año), su utilidad estriba más bien en observar cómo cambian cuando se reciben nuevos datos de recaudación. En lo que sigue, se analizan los errores de predicción que se han ido constatando cada mes de 1992 en las series del IVA y de los Impuestos Especiales recaudados por el Estado.

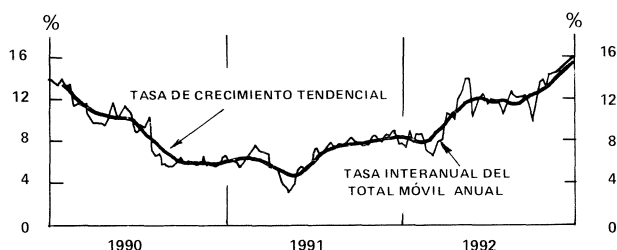
Los datos básicos de estas series de recaudación son de periodicidad semanal, pero el interés primordial se centra en la extracción de una señal de tendencia, que informe sobre la evolución de los valores anuales de la serie. Por eso, las señales de nivel más útiles para el análisis son las de totales móviles anuales, en las que cada valor de la serie refleja la recaudación acumulada durante los últimos doce meses transcurridos, y la señal de tasa utilizada es la tendencia de las variaciones interanuales de los totales móviles anuales. En los gráficos 3 y 4 se representa, en la parte de arriba, la evolución tendencial (no centrada) de la recaudación; en la parte central, el error porcentual de previsión (definido como el valor observado menos la predicción, partido por el valor observado, y multiplicado ese cociente por cien) que se cometió al predecir el nivel cada mes de 1992, cuando se disponía de información hasta el mes anterior; y en la parte inferior, el error porcentual de previsión que se cometió al predecir el nivel de la serie al finalizar el año 1992, es decir, la recaudación acumulada en todo ese ejercicio.

(4) Las tomas de precios finalizan el día 20 de cada mes.

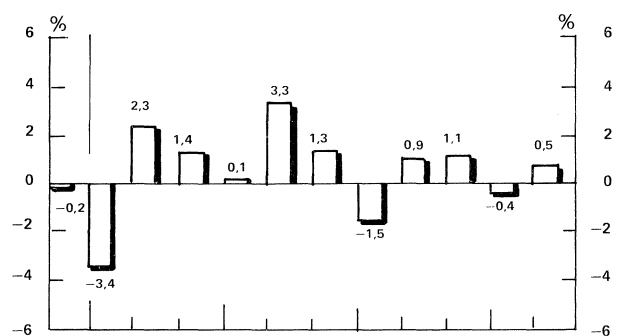
GRÁFICO 3

Impuesto sobre el Valor Añadido

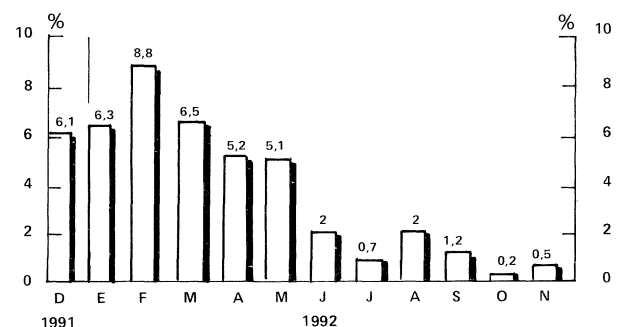
Evolución de la recaudación líquida



Errores en la predicción del mes siguiente



Errores en la predicción de diciembre de 1992



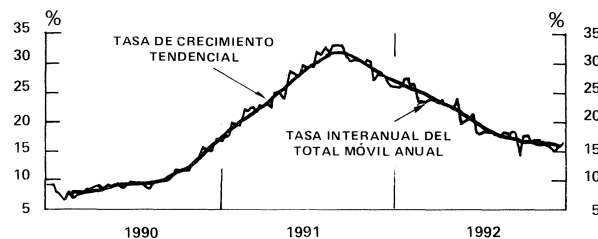
Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

La recaudación del IVA por el Estado creció un 16 % en 1992, como muestra la parte superior del gráfico 3, y se estuvo acelerando a lo largo del año. En 1991 la recaudación del IVA fue de 2.680 mm y los presupuestos iniciales preveían aumentar los ingresos hasta 3.099 mm, una cifra prácticamente idéntica a la finalmente conseguida. Sin embargo, esa previsión estaba basada, entre otras hipótesis, en una ligera aceleración del consumo privado en términos reales, una desaceleración de medio punto porcentual de los precios de consumo y en un efecto recaudatorio de las medidas fiscales estimado en casi 0,3 puntos porcentuales del PIB. La evolución posterior no confirmó estas hipótesis, ya que el consumo real se ajustó fuertemente a la baja a lo largo del año 1992, los precios apenas atenuaron su ritmo de crecimiento en la media del año, y el aumento recauda-

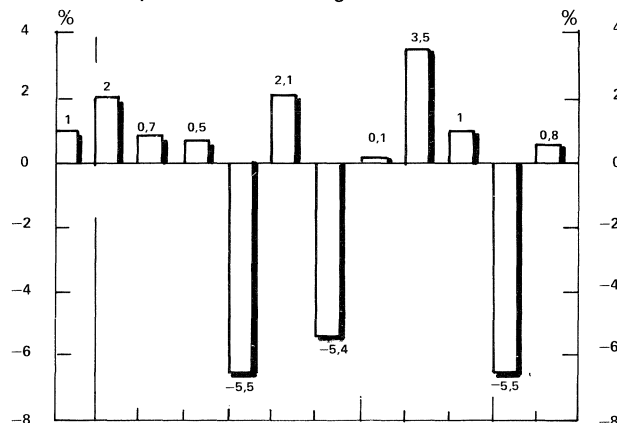
GRÁFICO 4

Impuestos especiales

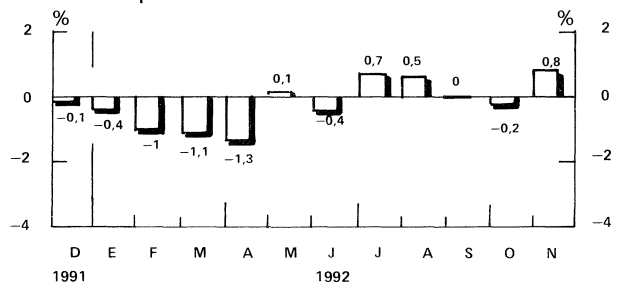
Evolución de la recaudación líquida



Errores en la predicción del mes siguiente



Errores en la predicción de diciembre de 1992



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

torio presupuestado se obtuvo gracias a la elevación del tipo impositivo que entró en vigor en agosto.

Con información hasta diciembre de 1991, la previsión tendencial de crecimiento del IVA para 1992, sin tener en cuenta los efectos de los nuevos tipos que empezarían a aplicarse a partir del mes siguiente, era de un 10 % aproximadamente, 6 puntos porcentuales menos que la tasa efectivamente registrada, como muestra la parte inferior del gráfico 3. Puede decirse, por tanto, que los efectos recaudatorios resultantes de los cambios impositivos introducidos en 1992 y de la evolución real de la economía a lo largo del año, han sido de unos 160 mm, algo menos de lo que se había previsto inicialmente.

La recaudación del IVA en enero de 1992 apenas se desvió un -0,2 % de la previsión que se tenía para

ese mes, como se aprecia en la parte central del gráfico 3, porque todavía no habían comenzado a ingresarse las cantidades recaudadas durante ese mes a los nuevos tipos impositivos. En consecuencia, las expectativas de crecimiento inercial de la recaudación del IVA se mantuvieron prácticamente invariables. En febrero de 1992, la recaudación cayó por debajo de lo previsto, incluso sin tener en cuenta los efectos de los nuevos tipos, por un menor crecimiento de las autoliquidaciones y por el trasvase a marzo de parte de la recaudación de febrero. A partir de entonces, la recaudación comenzó a acelerarse, como muestra la parte superior del gráfico 3, y las previsiones inerciales fueron revisándose al alza.

A mediados del año 1992, aunque el crecimiento acumulado sobre el mismo período del ejercicio anterior estaba en línea con lo presupuestado, el consumo privado mostraba claros síntomas de desaceleración, que progresivamente se fue acentuando, haciendo cada vez más difícil alcanzar el objetivo que se había fijado en los Presupuestos. El nuevo aumento del tipo impositivo general del IVA, que se decretó a finales de julio y que comenzó a ejercer sus efectos en la recaudación de septiembre, vino a contrarrestar la influencia del debilitamiento del consumo sobre los ingresos tributarios. Así, en agosto de 1992, la tasa de crecimiento prevista para la recaudación del IVA en el conjunto del año era del 14 %, pero en el último cuatrimestre del año volvió a acelerarse la recaudación, según se observa en la parte superior del gráfico 3, por lo que cabría imputar unos 50 mm de ingresos al efecto recaudatorio de 1992 de la segunda elevación del tipo general del IVA. Como se ha señalado antes, este efecto fue notablemente inferior al que se había previsto en las simulaciones macroeconómicas, debido a una evolución económica más negativa de lo esperado.

En cuanto a los impuestos especiales, su recaudación creció un 15,8 % en 1992, con una notable desaceleración con respecto a 1991, año en el que había aumentado un 26,1 %. Esta evolución estuvo determinada, sobre todo, por la recaudación que proporciona el Impuesto de Hidrocarburos, cuyo peso en el total es ligeramente superior al 75 %. La previsión presupuestaria de ingresos para el conjunto de impuestos especiales en 1992 era de 1.464 mm, y la efectivamente realizada ha sido ligeramente inferior (en unos 30 mm), debido íntegramente a un menor rendimiento del Impuesto sobre Labores del Tabaco (241 mm realizados, frente a 271 mm presupuestados).

Como puede observarse en la parte inferior del gráfico 4, la previsión de crecimiento tendencial en 1992 de la recaudación por impuestos especiales que se hizo al acabar el año 1991, sin tener en cuenta los efectos de los cambios impositivos, ha coincidido exactamente con los ingresos realmente obtenidos.

Sin embargo, esta coincidencia no refleja la bondad del modelo de predicción utilizado tanto como la influencia contrapuesta de dos factores determinantes de la recaudación: por un lado, el incremento de los tipos impositivos, y por otro, la acusada desaceleración del consumo. Dado que se estima que el consumo de gasolinas creció en 1992 un 0,5 %, el de gasóleos cayó un 3 %, y el de tabaco aumentó en torno a un 2 %, cabría imputar a los cambios normativos introducidos a principios de 1992 en los impuestos especiales un efecto recaudatorio de unos 150 mm en el Impuesto de Hidrocarburos y de aproximadamente 37 mm en el Impuesto sobre las Labores del Tabaco, cifras similares a las previstas por los modelos de simulación presentados en la sección anterior.

En el gráfico 4 destaca la estabilidad de las previsiones que se han mantenido a lo largo del año, que en ningún mes llegaron a desviarse más de 16 mm (un 1,3 %) de la cifra finalmente registrada. No obstante, los desplazamientos de la recaudación (o de su imputación presupuestaria) entre meses consecutivos han dado lugar a errores abultados de previsión en algunos meses, según se aprecia en la parte central de ese gráfico.

4. CONCLUSIONES

La estimación de los efectos económicos de los cambios en la imposición indirecta está sometida, como se ha visto en este artículo, a la verificación de un conjunto de hipótesis analíticas de difícil contrastación, por lo que cualquier cuantificación que se tome como referencia debe ser interpretada con cautela. Del análisis realizado en este estudio, y con los datos que hasta ahora se conocen, cabe concluir que los efectos de estos cambios impositivos sobre los precios y sobre los ingresos públicos, dada la evolución real de las otras variables, han sido un impacto de tipo escalón sobre el nivel de precios de un punto porcentual aproximadamente, que no ha afectado a la tendencia descendente de la tasa de inflación, y una reducción del déficit público en 1992 de algo más de medio punto porcentual del PIB, que a medio plazo se consolidará en una disminución del déficit público estructural de unos 0,8 puntos porcentuales del PIB.

El hecho de que el aumento de la imposición indirecta haya supuesto un salto en el nivel de precios sin interrumpir la senda descendente de la tasa de inflación constituye un resultado singularmente positivo. Existen numerosas experiencias, referidas por lo general a economías fuertemente indiciadas, en las que los aumentos de la imposición indirecta, cuando se han introducido en fases de presión del gasto interno y no han sido acompañadas de políticas estrictas de demanda, han tenido efectos duraderos sobre la tasa de inflación. Este sesgo positivo de la experiencia española reciente debe atribuirse a la introducción de los cambios impositivos en una fase de desacelera-

ción de la demanda y a su acompañamiento de medidas de signo restrictivo. También la adopción de la segunda subida del IVA en agosto, en un momento suficientemente alejado de la ronda de negociaciones de los convenios colectivos, ha podido contribuir a minimizar el impacto desfavorable sobre las expectativas de precios que tal elevación arriesgaba, reduciendo así la probabilidad de generar un efecto persistente sobre la tasa de inflación.

Aunque los resultados corresponden a lo que se esperaba para 1992, no puede decirse que las previsiones que se concibieron inicialmente se hayan verificado, porque la evolución real de la economía ha sido muy diferente de lo que se preveía, de manera que es difícil discernir hasta qué punto los ajustes observados en las variables reales de la economía se han visto afectados por los cambios impositivos que se han estudiado en este artículo. La programación presupuestaria y monetaria para 1992 estuvo basada en una serie de supuestos optimistas sobre la recuperación de la economía internacional, de los precios y tipos de interés exteriores y de los salarios interiores. La evolución posterior de estas variables se alejó notablemente de aquellas hipótesis, dando lugar, junto con las medidas fiscales correctoras que se introdujeron en el curso del año, a una desaceleración acusada del producto, del empleo, de los márgenes empresariales, de la inversión y del crédito.

Hay que señalar, sin embargo, que la repetición de los ejercicios de simulación realizados con los modelos disponibles, cuando se introducen como condicionantes los valores reales que han sido observados para las variables sobre las que se tenían expectativas excesivamente optimistas, produce resultados diferenciales sobre las variables endógenas de los modelos del mismo orden de magnitud que los obtenidos cuando se hicieron las previsiones. Por tanto, aunque no sea posible una cuantificación precisa de los efectos de los cambios impositivos de 1992 sobre las variables reales agregadas (producción, empleo, etcétera) de la economía española, puede concluirse que la influencia de tales cambios no ha sido el principal elemento determinante de la evolución en 1992 de estas variables reales.

22.3.1993.

ANEXO

MÉTODO DE ESTIMACIÓN DE LOS EFECTOS INDUCIDOS POR REFORMAS DE LA IMPOSICIÓN INDIRECTA A TRAVÉS DE LA ESTRUCTURA DEL CONSUMO PRIVADO

El punto de partida del análisis es la estimación de las ecuaciones de un sistema de demanda para doce categorías de bienes, es decir, una modelización de la

composición del consumo de los hogares. Cada ecuación del sistema relaciona la proporción del gasto de los consumidores destinada a una determinada categoría con un índice de precios de dicha categoría, con los precios de las restantes y con el nivel de gasto total.

La modelización de las decisiones de gasto de los consumidores a través de la estimación de un sistema de demanda requiere la elección *a priori* de una forma funcional para las ecuaciones del sistema. En este trabajo se ha optado por el Sistema Lineal de Gasto (SLG), porque, por un lado, permite limitar el número de parámetros a estimar, dado el nivel de desagregación de bienes utilizado y, por otro, es el sistema que en la práctica presenta mejores resultados en términos de consistencia teórica. No obstante, el SLG, como descripción del comportamiento del consumidor, constituye una estructura muy rígida, en la que el cumplimiento de las propiedades teóricas (simetría, homogeneidad y aditividad) se impone de antemano. Un ejemplo de esta falta de flexibilidad es el resultado de proporcionalidad aproximada entre las elasticidades gasto y propio-precio que se obtiene en la estimación del SLG.

En la formulación de las ecuaciones del SLG, el gasto en cada categoría de bienes se expresa como una función homogénea y lineal en precios y gasto total, y se incluyen, en principio, dos tipos de parámetros en las ecuaciones: uno de ellos refleja la propensión marginal al gasto en cada categoría de bienes, y el otro se interpreta frecuentemente como consumo de subsistencia, aunque tiene un significado menos claro. Este segundo tipo de parámetros se modeliza con el fin de permitir una mayor flexibilidad en el sistema estimado. En concreto, se trata de permitir una cierta evolución temporal en las preferencias y captar el componente estacional de las series de gasto y precios. Las ecuaciones del sistema se estiman simultáneamente por el método de máxima verosimilitud.

En la estimación del sistema de demanda se requieren datos de gasto medio por persona y precios para las doce categorías de bienes. Estas doce categorías son: Alimentación, Bebidas alcohólicas y tabaco, Vestido y calzado, Vivienda y alquileres, Energía, Gastos del hogar, Servicios médicos, Transporte y comunicaciones, Esparcimiento, Enseñanza, Otros gastos y Bienes de consumo duradero. Los datos de gasto se obtienen a partir de la Encuesta Continua de Presupuestos Familiares (ECPF), elaborada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), que tiene una periodicidad trimestral, y con la que colaboran alrededor de tres mil hogares en cada trimestre. Estos hogares proporcionan información de sus gastos de consumo desglosados en 286 subgrupos de bienes. A partir de esta información, se ha realizado una doble agregación. En primer lugar, se agrupan los gas-

tos en las doce categorías citadas y, en segundo lugar, los datos individuales se agregan para diez grupos de hogares (decilas), definidos según nivel de gasto per cápita, con el fin de poder evaluar el impacto diferencial de las reformas analizadas sobre los individuos en función de su nivel de gasto. Los datos de precios para las distintas categorías se obtienen a partir de las series desagregadas del IPC. La información utilizada para las estimaciones corresponde al período comprendido entre el primer trimestre de 1985 y el cuarto de 1990.

Dadas las ecuaciones de demanda estimadas y haciendo uso de los supuestos antes citados, el procedimiento de análisis de los efectos de reformas en la estructura de tipos impositivos puede esquematizarse en las siguientes etapas:

- a) Cada una de las doce categorías de bienes tiene asociados unos tipos impositivos medios, que se corresponden con una determinada estructura de tipos legales. Alteraciones de esta estructura impositiva generan un nuevo conjunto de tipos medios para las distintas categorías.
- b) Conocidos los precios de consumo y los tipos medios previos a la reforma impositiva y una vez estimados los nuevos tipos medios, se pueden calcular, bajo el supuesto de que los precios de producción se mantienen constantes, los precios de consumo posteriores a la reforma. A partir de estos nuevos precios y dadas las ponderaciones de la encuesta es posible obtener un cálculo aproximado del impacto global sobre el nivel de precios.
- c) Dados los parámetros estimados y los nuevos precios, y bajo el supuesto de que el gasto total de cada grupo de individuos (o decila) permanece constante, se puede calcular la nueva composición del consumo mediante los valores ajustados de las ecuaciones para las distintas categorías.
- d) A partir de la nueva estructura de consumo, conocidos los nuevos tipos impositivos y bajo el supuesto de gasto total constante, es posible obtener el nuevo nivel de recaudación. Las variaciones de recaudación se calculan tanto para cada decila como para el total de individuos, y se pueden desglosar por figuras impositivas.
- e) Por último, como medida del impacto sobre el bienestar se utiliza la variación equivalente (VE) asociada a la reforma impositiva, que puede interpretarse como el pago que un individuo estaría dispuesto a realizar a cambio de seguir adquiriendo los bienes y servicios que consume a los precios anteriores a la reforma. Es decir, la VE se estima de manera que el individuo tenga el mismo nivel de satisfacción en la situación resultante

de la reforma (nuevos precios, pero con la misma capacidad de gasto que antes) que en la situación que resultaría de mantener constantes los precios vigentes con anterioridad a la reforma, pero disminuyendo su capacidad de gasto inicial en la cuantía estimada para la VE. La expresión de la variación equivalente particularizada para el SLG es una función del gasto total, de los niveles de precios anteriores y posteriores a la reforma y de los parámetros estimados.

Debe advertirse que este enfoque se centra en los impactos inducidos a través de la redistribución del gasto entre las distintas categorías de bienes motivada por las reformas impositivas, pero omite cualquier consideración sobre los efectos generados a través de variaciones en el nivel de ahorro. Por otro lado, el supuesto de precios de producción constantes es discutible, especialmente en el caso de reducciones en los tipos. Por último, cabe reiterar la rigidez del SLG como representación de la estructura de gasto de los consumidores.

Indicadores de la política fiscal: una aplicación al caso español

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Luis Gómez Jiménez, del Servicio de Estudios (1).

La utilización de un conjunto de indicadores que permitan evaluar la política instrumentada por las autoridades fiscales ha cobrado nuevo interés a raíz de las condiciones fijadas en Maastricht para el acceso a la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria. Determinados aspectos de la política fiscal, como su orientación procíclica o anticíclica, su impacto sobre la demanda agregada y el grado de sostenibilidad de la deuda pública no se pueden valorar exclusivamente a través de los niveles de déficit y endeudamiento públicos, por lo que es recomendable emplear algún tipo de indicador para cada uno de esos aspectos.

1. INDICADORES DE ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA FISCAL

Disponer de un indicador que permita determinar en qué medida la evolución del déficit público se debe a las fluctuaciones de la actividad económica o a la acción discrecional del gobierno es interesante, por diversas razones. En primer lugar, al distinguir entre los componentes cíclico y autónomo del saldo presupuestario, se puede medir la orientación de la política fiscal. En segundo lugar, y en la medida en que muchas decisiones políticas tienen implicaciones plurianuales (a menudo, de muy largo plazo) sobre las finanzas públicas, un indicador de cambio discrecional en el saldo presupuestario servirá como indicador adelantado de la futura evolución de la política fiscal. Por último, tal indicador permite analizar la reacción de las autoridades ante cambios en el entorno económico.

En este trabajo se presentan dos indicadores que cuantifican el cambio discrecional, sustrayendo de la variación del saldo presupuestario la parte de esta que se estima como debida a factores cíclicos. Ambos estiman el componente cíclico del saldo presupuestario mediante la aplicación de las elasticidades de los ingresos y gastos públicos respecto a la desviación o *gap* entre el PIB observado y el potencial. Se diferencian en que el indicador propuesto por la OCDE requiere estimaciones de las elasticidades de los ingresos y gastos públicos (y, por lo tanto, períodos muestrales más amplios), mientras que el método del FMI utiliza el supuesto de elasticidades unitarias de gastos e ingresos con respecto a los *output* nominales potencial y observado, respectivamente.

A efectos de comparación entre ambos indicadores, se utiliza el mismo PIB potencial, que es la tendencia estimada del PIB mediante la aplicación del método recomendado en Prescott (1986) (2). Este

(1) Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo n.º 9304 del Servicio de Estudios del Banco de España, publicado con el mismo título.

(2) El trabajo que aquí se resume incluye una breve discusión acerca de diversos métodos alternativos para el cálculo del PIB potencial.

método se basa en la minimización del cuadrado de las desviaciones alrededor de la tendencia sujeta a una restricción sobre la variación de la tasa de crecimiento tendencial. De este modo, el PIB potencial resultante no es más que una media móvil ponderada (con ponderaciones variables) del PIB observado. Se ha aplicado el filtro de tal forma que solo cinco años entran, de un modo significativo, a formar parte de la media móvil. Se emplean, por lo tanto, previsiones para el PIB real de 1992 y 1993 (generadas por el propio filtro), y solamente los valores del PIB potencial para 1990 y 1991 se hallan afectados por dichas previsiones.

La OCDE calcula el saldo presupuestario ajustado del ciclo como la suma de los valores ajustados de diversas partidas del presupuesto, cada una de las cuales muestra diferente sensibilidad respecto al ciclo económico. El valor ajustado de cada partida se obtiene restándole el producto de dicha partida por su elasticidad con respecto a los cambios en el *output* y por el *gap*, que se define como el PIB potencial nominal (PIB potencial por deflactor del PIB a precios de mercado), menos el PIB nominal observado, dividida dicha diferencia por el PIB potencial nominal.

Respecto a las elasticidades, la de los impuestos directos pagados por las familias se deriva a partir de la estimación recogida en OCDE (1984) de la elasticidad del IRPF recaudado por el Estado, corregida por el efecto de los demás impuestos directos, que en muchos casos son lineales. Para los impuestos directos pagados por las empresas, los impuestos indirectos y las cotizaciones sociales, las elasticidades se derivan del análisis de sensibilidad del modelo económico INTERLINK, basado en la comparación de los datos históricos de la variable examinada con los valores obtenidos ante cambios en la base imponible. El valor ajustado de las prestaciones sociales se obtiene corrigiendo únicamente el gasto en prestaciones por desempleo en función de la desviación tendencial de la tasa de paro. Los pagos por intereses se suponen independientes del nivel de actividad y para el resto de partidas de ingresos y gastos se utiliza la elasticidad unitaria negativa.

De nuevo a efectos de comparación con el indicador propuesto por el FMI, se toma una definición equivalente de la variación del déficit ajustado del ciclo para cada año como el saldo ajustado de ese año menos el saldo ajustado del año anterior, ambos en porcentaje del PIB nominal observado. Se utiliza como indicador la *variación* y no el *nivel* del saldo cíclicamente ajustado, huyendo así de un uso normativo que, a veces, se hace de estos indicadores y que, en la medida en que no se trata de indicadores del impacto de la política fiscal sobre la demanda, resulta incorrecto.

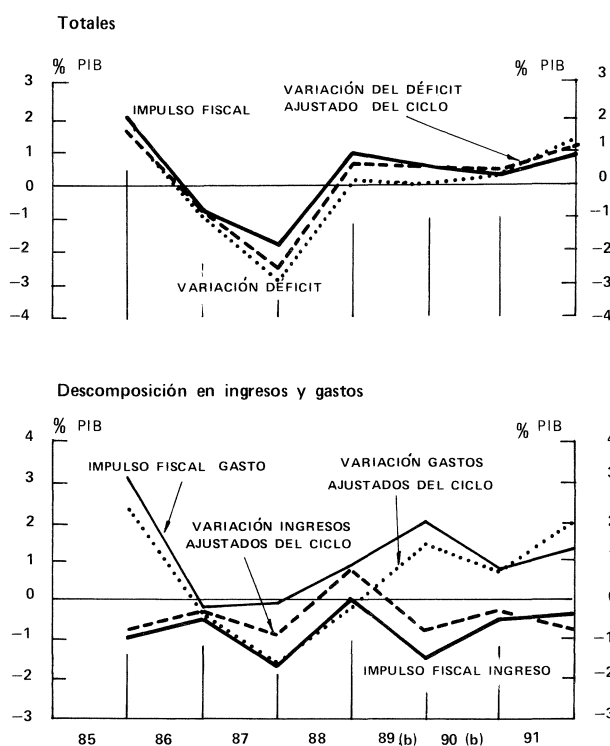
Por su parte, el FMI define el saldo cíclico neutral como el porcentaje que, sobre el PIB del año corriente, representan los ingresos públicos en un año tomado como base (1989 en este trabajo), incrementados en proporción al crecimiento desde dicho año del PIB nominal observado, menos los gastos públicos sobre el PIB en el citado año, incrementados en proporción al crecimiento del PIB potencial nominal durante el mismo período (se opera de forma análoga para años anteriores al base). Restando el saldo presupuestario observado (en porcentaje del PIB) de este saldo cíclico neutral, se obtiene una medida de orientación de la política fiscal respecto al año base, denominada efecto cíclico del presupuesto (ECP). El indicador de impulso fiscal elimina esta dependencia respecto al año base, ya que se define como el ECP de cada año menos el del año anterior, de modo que, si esta variación es positiva, la política fiscal habrá sido más expansiva que la del año anterior y habrá existido un impulso expansivo.

Por tanto, el gasto público se considera cíclicamente neutral si aumenta proporcionalmente al crecimiento del PIB potencial nominal. Un aumento del gasto, cualquiera que sea su causa (políticas discrecionales o los efectos de la inflación), más (menos) que proporcional, se considera expansivo (contractivo). Ocurre lo mismo para las variaciones en los ingresos respecto al crecimiento del PIB nominal observado: una variación más (menos) que proporcional se considera contractiva (expansiva), independientemente de su origen. Así, este indicador presenta, respecto al de la OCDE, la desventaja de que asigna al componente discrecional el aumento de recaudación asociado a la progresividad fiscal. Esta especial característica implica que, durante una expansión, tenderá a sobrestimar el efecto contractivo de la política fiscal y viceversa. Esta desventaja se ve atenuada, sin embargo, por el hecho de que, tal y como la OCDE estima las elasticidades de los ingresos fiscales respecto a los cambios en el *output*, estas recogen no solamente los efectos de la progresividad, sino también los de las modificaciones en la legislación fiscal.

El gráfico 1 presenta la evolución de estos dos indicadores para el caso español durante el período 1985-1991. Los niveles de los dos indicadores difieren ligeramente, debido al distinto procedimiento de estimación del componente cíclico. El indicador de impulso fiscal subestima el efecto coyuntural sobre la variación de los ingresos públicos, y el indicador de la OCDE probablemente sobrestima dicho efecto respecto al gasto. No obstante, ambos indicadores presentan un perfil muy similar, lo que permite observar que la política fiscal solo tuvo una orientación restrictiva durante la salida de la crisis (1986 y 1987) y no en la fase ulterior de mayor expansión (1988-1990). Este comportamiento puede reflejar tanto la rigidez a la baja como una cierta prociclicidad del gasto público. De hecho, la orientación de la política fiscal siguió la evo-

GRÁFICO 1

Indicadores de orientación fiscal (a)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

- (a) Un signo positivo indica orientación expansiva.
 (b) Datos corregidos del retraso en las devoluciones del IRPF.

lución de la acción discrecional sobre el gasto, pues los ingresos tuvieron una orientación contractiva. Como consecuencia de ello, el déficit estructural experimentó un drástico aumento desde 1988, y, si bien esta acción expansiva fue parcialmente compensada por la favorable situación cíclica de la economía hasta 1990, en 1991 ya se unen un nuevo (y mayor) impulso expansivo y un efecto coyuntural también expansivo.

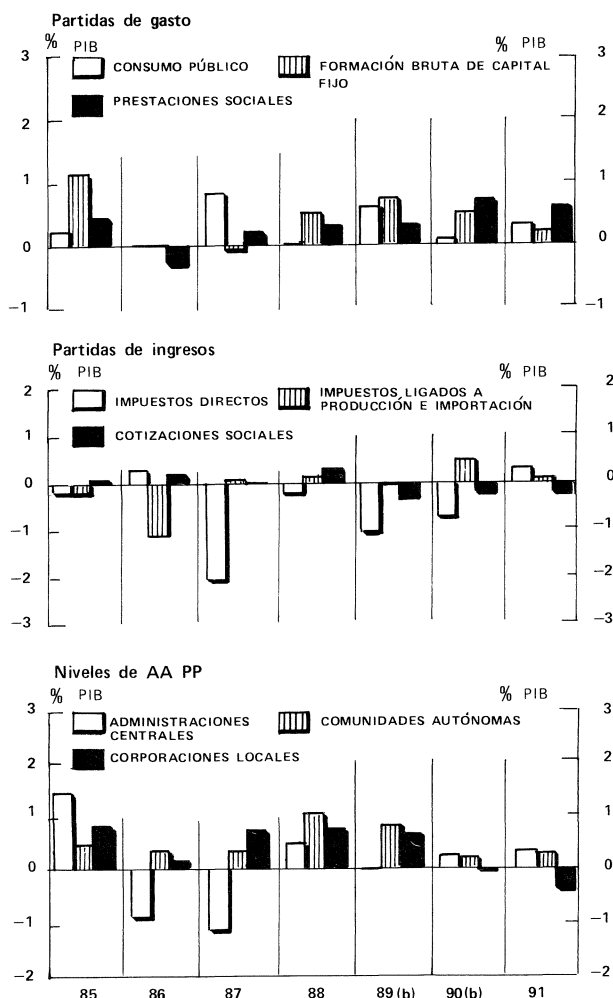
Recuérdese que en este trabajo se utilizan los datos del período 1985-1991, por lo que no se tienen en cuenta las medidas de ajuste presupuestario acordadas en 1992, cuyo efecto en el déficit estructural se estima en una reducción de algo más de un punto porcentual del PIB.

La descomposición del indicador de impulso fiscal para los componentes más importantes de gastos e ingresos (partes superior y central del gráfico 2) nos lleva a las siguientes conclusiones:

- a) La inversión pública mantuvo desde 1988 una orientación expansiva, si bien en 1990 y 1991 su aportación relativa al carácter expansivo de la política fiscal descendió respecto a 1988 y 1989, años en que el impulso inversor de las Administraciones Públicas, ante el horizonte de 1992, representó el principal motor expansivo del gasto.

GRÁFICO 2

Descomposición del impulso fiscal (a)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

- (a) Un signo positivo indica impulso expansivo.
 (b) Datos corregidos del retraso en las devoluciones del IRPF.

- b) Las prestaciones sociales, que durante 1986 y 1987 fueron un importante componente restrictivo del gasto, mantuvieron una orientación más expansiva en 1988 y 1989, tendencia que se acentuó desde 1990, en que se convirtieron en el componente más expansivo de la política fiscal. Su participación en el PIB creció 0,7 puntos en cada uno de los dos últimos años de este período, fundamentalmente por este motivo, si bien hay que notar que el componente coyuntural empezó a contribuir a la expansión de este tipo de gastos.
- c) Los impuestos directos tuvieron una orientación fuertemente contractiva en 1987, que se fue moderando posteriormente, hasta llegar a presentar durante 1991 un impulso expansivo, lo que, unido a una situación coyuntural menos favorable,

dio lugar al primer descenso de su participación en el PIB desde 1986.

- d) Los impuestos indirectos, después del fuerte impulso restrictivo que supuso la introducción del IVA en 1986, fueron presentando hasta 1990 un carácter expansivo (quizá como consecuencia de la progresiva reducción arancelaria) que no pudo ser compensado por la favorable situación cíclica, por lo que se produjeron sucesivas caídas de su participación en el PIB. Este comportamiento, que vino a contrarrestar en buena medida la orientación contractiva de los impuestos directos, se vio moderado en 1991, año en el que el efecto coyuntural generó una nueva caída de su recaudación como porcentaje del PIB.

La parte inferior del gráfico 2 presenta la descomposición del indicador de impulso fiscal entre Administraciones Centrales, Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales. Se observa que las tres Administraciones contribuyeron en el mismo sentido a la política fiscal expansiva y al consiguiente aumento del déficit estructural de las Administraciones Públicas. Son aplicables, por tanto, a cada uno de estos tres niveles las conclusiones que se apuntan respecto al conjunto de las Administraciones Públicas, si bien hay que señalar que las Administraciones Territoriales, a pesar de la entrada en vigor del nuevo sistema de financiación autonómica, ejercieron una acción claramente más expansiva en 1986 y 1987 (ya que el impulso contractivo de esos años procedió fundamentalmente de la introducción del IVA, en 1986, y del aumento de la imposición directa en 1987), y que en 1989 las Administraciones Centrales llevaron a cabo una política ligeramente restrictiva (sobre todo, a través del Impuesto de Sociedades), cosa que hicieron las Corporaciones Locales en 1990 y 1991 (como consecuencia de aumentos en los tributos locales y en las transferencias recibidas del Estado). No obstante, se aprecia una diferente contribución relativa al aumento del déficit estructural desde 1988. Así, mientras que en 1988 y 1989 las Administraciones Territoriales fueron las que ejercieron un mayor impulso expansivo (fundamentalmente inversor), en 1990 y 1991 ese papel lo compartieron con las Administraciones Centrales (que realizaron el aumento, ya comentado, de los gastos en prestaciones sociales).

2. INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD DE LA POLÍTICA FISCAL

La sostenibilidad de la política fiscal depende tanto de elementos bajo el control directo de las autoridades fiscales (fundamentalmente, los programas de gasto y de la mayoría de los ingresos) como de factores no directamente controlables (por ejemplo, el tipo de interés real y la tasa de crecimiento de la economía). Es, por tanto, deseable disponer de un indica-

dor que pueda reflejar la sensibilidad del saldo presupuestario respecto a ambos tipos de factores.

Esta relación viene dada por la restricción presupuestaria intertemporal del sector público, que supone que, en cada momento, la variación en el *stock* de deuda pública (neta) es igual al déficit primario más la carga de intereses sobre la deuda, o, expresado en términos de *ratios* sobre el PIB, igual al déficit primario más el producto de la *ratio* de endeudamiento por la diferencia entre el tipo de interés real (r) y la tasa de crecimiento del PIB real (y).

Si el tipo de interés real es (asintóticamente) menor que la tasa de crecimiento del *output*, no hay problema de sostenibilidad; el gobierno puede emitir deuda sin tener que reembolsarla [Blanchard y Fischer (1989)]. Suponiendo, pues, que el tipo de interés real es mayor que la tasa de crecimiento del PIB real, se puede demostrar que la política fiscal es sostenible si la deuda real no crece más rápidamente que la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento del producto. Si es así, se cumple la restricción presupuestaria intertemporal y el valor actual de los superávits primarios, descontados a la tasa ($r-y$), es igual a la *ratio* deuda sobre PIB inicial.

Dados la *ratio* de endeudamiento inicial, los supuestos sobre r e y , y una secuencia de gasto y transferencias actuales y previstos, se puede derivar un indicador de sostenibilidad mediante la comparación entre la *ratio* real de ingresos sobre PIB (it) y una *ratio* hipotética de sostenibilidad it^* (presión fiscal sostenible) que asegura el cumplimiento de la restricción presupuestaria intertemporal y que es igual a la suma del valor actual del gasto más el producto del tipo de interés real neto de la tasa de crecimiento por el nivel inicial de endeudamiento. La diferencia entre it y it^* proporciona la cuantificación del reajuste que ha de tener lugar para lograr la sostenibilidad.

El indicador variará, dependiendo, entre otras cosas, del horizonte temporal para el que se calcule. En este trabajo, se efectúa dicho cálculo para un horizonte de tres años (por ser el de las previsiones disponibles) y para el momento presente. El *gap primario* se define como la variación en el superávit primario observado, necesaria para estabilizar la *ratio* de endeudamiento en su nivel actual, y es igual al superávit primario observado, menos el producto de la *ratio* de endeudamiento por la diferencia ($r-y$). Si se utilizan los valores observados de r e y , el indicador nos proporciona la variación en la *ratio* de endeudamiento. Probablemente, es más adecuado emplear valores más estables, por lo que r e y se calculan como media de los seis últimos años.

El *gap fiscal de medio plazo* se define como la diferencia entre la *ratio* de ingresos observada y la que se requiere para mantener la *ratio* de endeudamiento en una senda estable, dados los gastos no financie-

ros actuales y los previstos para los dos próximos años, el tipo de interés real y la tasa de crecimiento real. Es decir, se puede aproximar por el *gap primario*, pero utilizando en el cálculo del superávit primario una media de los gastos del año actual y los dos siguientes.

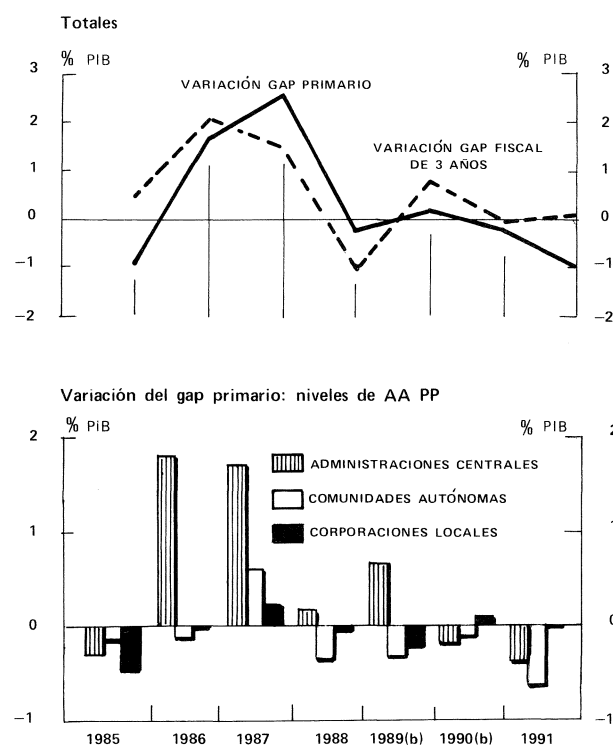
El gráfico 3 (parte superior) presenta las variaciones de estos dos indicadores para España en el período 1985-1991. La variación del *gap primario* recoge una mejora en el indicador de sostenibilidad de la deuda pública durante 1986 y 1987, como consecuencia de la política presupuestaria restrictiva de esos años y, en menor medida, de la caída del tipo de interés real (en 1986) y del mayor crecimiento económico (en 1987). A partir de entonces, y con la única excepción de 1989 (cuando se produjo un nuevo aumento del superávit primario), el deterioro del saldo primario y la estabilización de la diferencia entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento generaron un empeoramiento del indicador, que se acentuó en 1991. La variación del *gap a medio plazo* presenta esta misma evolución, salvo en 1987, año en que la mejora en la sostenibilidad se ve atenuada por la expansión del gasto público en los dos ejercicios siguientes. De igual forma, las previsiones de desacele-

ración de los gastos en 1992 y 1993 atenúan el deterioro de la sostenibilidad en los dos años anteriores. Aunque ambos indicadores recogen, para todo el período, una mejora global (más de 2 puntos del PIB en el caso del *gap primario* y 4 en el del *gap de medio plazo*) en la sostenibilidad del endeudamiento de las Administraciones Públicas, resulta preocupante la tendencia mostrada por estos indicadores desde 1990. Téngase en cuenta, de nuevo, que en este estudio no se ha considerado el impacto de las medidas acordadas durante el año 1992.

La parte inferior del gráfico 3 presenta la desagregación entre las diferentes Administraciones Públicas de la variación del *gap primario*, que nos ofrece prácticamente las mismas conclusiones que para el *gap de 3 años*, si exceptuamos el signo de esa variación para las Administraciones Centrales en 1988 y 1991, por las razones ya comentadas para el conjunto de las Administraciones Públicas. El indicador de sostenibilidad para el conjunto de las Administraciones Públicas evolucionó desde 1986, de la misma forma que el de las Administraciones Centrales, siendo el saldo primario el principal determinante de este último. Las excepciones fueron: 1987 —el único año en todo el período en que se produjo una mejora en el indicador de sostenibilidad de las Administraciones Territoriales, que acentuó su evolución positiva para el conjunto de las Administraciones Públicas— y 1988 —en que la ligera mejora del indicador para las Administraciones Centrales fue más que neutralizada por el deterioro en la sostenibilidad del endeudamiento de las Comunidades Autónomas—. Este deterioro ha sido constante desde entonces, de forma que ha ido decreciendo la contribución relativa de las Administraciones Centrales a la evolución de la sostenibilidad de las Administraciones Públicas.

GRÁFICO 3

Indicadores de sostenibilidad fiscal (a)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

(a) Un signo negativo indica que la política fiscal es menos sostenible (o más insostenible).

(b) Datos corregidos del retraso en las devoluciones del IRPF.

3. INDICADORES DE IMPACTO SOBRE LA DEMANDA AGREGADA

La evaluación del impacto de la política fiscal sobre la demanda agregada ha suscitado tradicionalmente considerable interés y debate en cuanto exige el conocimiento de los determinantes del consumo del sector familias, y, en particular, del papel desempeñado por las variables fiscales. El rango de teorías sobre dichos determinantes va desde el supuesto de una percepción completa por las familias de la senda de impuestos futuros (*equivalencia ricardiana* entre deuda e impuestos) al comportamiento totalmente miope de los consumidores, que da lugar al resultado keynesiano convencional, según el cual el gobierno puede afectar a la tasa de ahorro nacional, estableciendo el nivel adecuado de déficit. A medio camino, entre ambos extremos, se halla el enfoque seguido por Blanchard (1985 y 1990) y Blanchard y Summers (1984), que consiste fundamentalmente en el desarrollo de una función de consumo bastante general que

recoge como casos especiales tanto la equivalencia ricardiana como el comportamiento miope.

En este trabajo se analiza el impacto de la política fiscal sobre la demanda agregada, a través del uso de cuatro indicadores, dos de los cuales se derivan de dicha función de consumo, reuniendo los términos de la misma que dependen de variables fiscales y añadiendo el gasto público directo en bienes y servicios. Los otros dos son aproximaciones a cada uno de los anteriores.

El indicador que se deriva de una función de consumo en la que se supone un comportamiento previsor (*forward-looking*) de los consumidores con un horizonte temporal de tres años (también por razones de disponibilidad de previsiones), se define como la suma del gasto público directo (consumo e inversión públicos) más el producto del *stock* de deuda pública por el tipo de interés real, calculado de igual forma que para los indicadores de sostenibilidad, menos los ingresos públicos netos de transferencias del año actual y de los dos siguientes, descontados a una tasa de preferencia temporal para la que se supone arbitrariamente, como en OCDE (1989), un grado de miopía del 3 % (3). Se aplica una propensión marginal a consumir de la renta disponible de las familias, que se supone igual para todas las fuentes de renta. Una aproximación a este indicador —el déficit ajustado por impuestos futuros— se obtiene prescindiendo de la propensión marginal al consumo y sustituyendo el valor descontado de los ingresos públicos netos de transferencias por una media de los mismos.

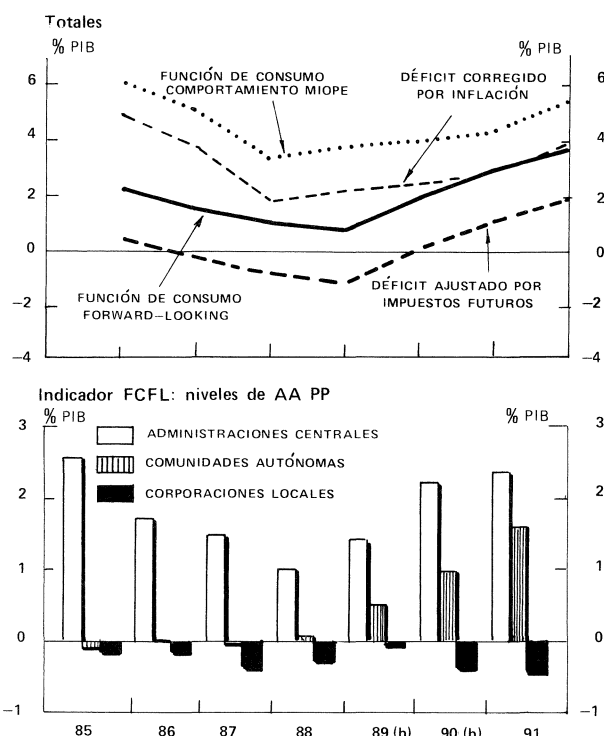
Los indicadores anteriores también se pueden calcular suponiendo un comportamiento totalmente miope de los consumidores. En este caso, los impuestos futuros se suponen iguales a los actuales. La aproximación que se utiliza para este indicador es el déficit corregido por inflación.

De nuevo se han calculado estos cuatro indicadores para el período 1985-1991, con el resultado que se presenta en la parte superior del gráfico 4. Las aproximaciones a los indicadores teóricos reproducen su perfil con exactitud, y, salvo en 1988, en que las expectativas de los consumidores recogen el ajuste impositivo del año siguiente, ambos tipos de indicadores presentan la misma evolución, que es la del déficit público. Sin embargo, el indicador *forward-looking* crece más rápidamente en 1989 y 1990, debido a las expectativas de aceleración del gasto, mientras que en 1991 su crecimiento es menor, al recoger previsiones de una política presupuestaria más restrictiva. Además, se observa que el impacto del déficit que se estima en el supuesto de miopía disminuye unos dos puntos porcentuales del PIB, como media, siem-

(3) Dicho valor sólo influye en el nivel del indicador y puede oscilar entre cero (en el caso de ausencia de miopía) y uno.

GRÁFICO 4

Indicadores de impacto de la política fiscal (a)



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

- (a) Un signo positivo indica estímulo a la demanda agregada.
(b) Datos corregidos del retraso en las devoluciones del IRPF.

pre que dicho supuesto se sustituya por el de un horizonte de previsión de dos años para los consumidores.

La desagregación de estos indicadores entre las diferentes Administraciones Públicas hace igualmente aplicables los comentarios anteriores tanto a las Administraciones Centrales como a las Territoriales. La parte inferior del gráfico 4 recoge dicha desagregación para el indicador *forward-looking* teórico. Hay que notar el diferente comportamiento, hasta 1988, de dicho indicador para las Administraciones Territoriales, que ejercen un impacto prácticamente nulo sobre la demanda agregada (lo que refleja tanto la escasa magnitud de su déficit en estos años como la incidencia del aumento de sus ingresos en años posteriores). Sin embargo, el impacto ejercido por las Comunidades Autónomas, al igual que su aportación relativa al total de las Administraciones Públicas, experimentó un aumento, desde ese año, que no se vio neutralizado por el continuado descenso, a partir de 1989, del impacto ejercido por las Corporaciones Locales. El crecimiento en 1991 de la contribución de las Administraciones Públicas a la demanda agregada se debió casi exclusivamente a las Comunidades Autónomas.

18.3.1993.

BIBLIOGRAFÍA

- BLANCHARD, O. J. (1985). *Debt, Deficits, and Finite Horizons*. Journal of Political Economy.
- (1990). *Suggestions for a new set of fiscal indicators*. Working Papers, n. 79. OECD Economics and Statistics Department.
- BLANCHARD, O. J., y FISCHER, S. (1989). *Lectures on Macroeconomics*; Cambridge: MIT Press.
- BLANCHARD, O. J., y SUMMERS, L. H. (1984). *Perspectives on High Ward Interest Rates*. Brooking Papers on Economic Activity, n. 2.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M.; ROLDÁN, J. M., y SEBASTIÁN, M. (1991). *Issues on Fiscal Policy in Spain*; Documento de Trabajo n.º 9121, Banco de España.
- OCDE (1984). *Tax Elasticities of Central Government Personal Income Tax System*; OECD studies in Taxation.
- OCDE (1989). *Indicators of fiscal policy: A re-examination*; mimeo, París.
- PRESCOTT, E. C. (1986). *Theory Ahead of Business Cycle Measurement*. Carnegie-Rochester Conference on Public Policy n. 25, p. 11-44.

INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y ENTIDADES OFICIALES DE CRÉDITO

Situación al día 28 de febrero de 1993

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA	13,75	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL HISPANOAMERICANO	13,50	32,74	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR ESPAÑA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
POPULAR ESPAÑOL	13,75	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	12,20	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	13,28	32,21	28,75	32,00	28,75
RESTO BANCA NACIONAL					
ABEL MATUTES TORRES	14,17	30,39	27,00	30,39	27,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALÁ	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCÍA	13,75	31,25	27,50	30,47	27,50
BANCAJA	14,00	27,44	25,00	27,44	25,00
BANCO 21	12,00	29,86	27,00	29,86	27,00
BANCOVAL	14,20	23,88	-	23,88	-
BANIF DE GESTIÓN PRIVADA	13,75	32,74	29,00	32,31	29,00
BANKINTER	13,00	32,30	29,00	32,30	29,00
BANKOIA	13,75	32,31	-	32,31	-
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	13,75	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALÀ DE CREDIT	14,48	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	14,37	24,36	22,00	23,88	22,00
CRÉDITO BALEAR	13,75	31,25	27,50	30,47	27,50
CRÉDITO CANARIO	13,75	32,31	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO Y AHORRO	14,75	32,31	29,00	32,31	29,00
DEPÓSITOS	7,19	18,71	-	19,25	-
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL	13,00	28,65	-	28,65	-
ETCHEVERRÍA	13,09	28,64	-	(7,00)	-
EUROHIPOTECARIA	14,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA	14,00	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	29,86	27,00	(5,00)	-
EXPORTACIÓN	13,04	31,08	-	31,08	-
EXTERIOR DIRECTO	12,65	33,18	29,00	33,18	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	13,50	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA	14,00	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	-	-	-	-
FOMENTO	13,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GALICIA	13,00	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	13,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
GESTIÓN E INVERSIÓN FINANCIERA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	13,75	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,76	31,10	29,00	32,31	29,00
HERRERO	13,25	20,40	19,00	20,40	19,00
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
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,25	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSIÓN	14,00	28,37	25,00	28,37	25,00
INVERSIÓN Y SERVICIOS FINANCIEROS	13,50	29,33	-	28,65	-

(Continuación) 2

Situación al día 28 de febrero de 1993

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
RESTO BANCA NACIONAL					
ISBANC, BANCO PRIVADO DE NEGOCIOS	15,31	28,65	-	28,65	-
JEREZ	13,75	32,74	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,50	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	12,75	27,44	-	27,44	-
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,75	32,74	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
NEGOCIOS ARGENTARIA	13,20	29,00	-	29,00	-
NOROESTE	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	-	-	-	-	-
PASTOR	14,00	31,08	28,00	31,08	28,00
PENINSULAR	-	-	-	-	-
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	13,00	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	-
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	13,25	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA	13,75	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER NEGOCIOS	16,14	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	-	-	-	-	-
SIMEÓN	13,00	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	13,25	29,97	26,50	29,97	26,50
VALENCIA	13,75	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,75	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,00	32,31	29,00	32,31	29,00
ZARAGOZANO	13,75	33,18	29,00	33,18	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,60</i>	<i>29,77</i>	<i>27,54</i>	<i>29,92</i>	<i>27,43</i>
BANCA EXTRANJERA					
ABBEYCOR NACIONAL	14,50	22,00	-	22,00	-
A.B.N.	14,50	21,55	-	21,55	-
AMÉRICA	12,00	27,44	25,00	27,44	25,00
ÁRABE ESPAÑOL	12,50	28,73	25,00	28,73	25,00
ASTURIAS	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLÁNTICO	13,50	27,44	25,00	27,44	25,00
B.N.P.	13,75	31,10	29,00	(3,00)	-
BANKERS TRUST	13,90	22,00	-	22,00	-
BARCLAYS BANK PLC.	13,75	32,31	-	32,31	-
BARCLAYS BANK S.A.E.	13,75	32,31	-	32,31	-
BRASIL	15,58	27,44	25,00	(3,00)	-
BRUXELLES LAMBERT	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE NATIONALE CREDIT AGRI.	13,85	24,36	-	(2,01)	-
CARIPLO S.P.A.	13,00	20,74	19,00	(2,00)	-
CHASE MANHATTAN	13,75	27,24	-	(3,08)	-
CHEMICAL BANK	14,25	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA	13,25	32,31	29,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A.	15,50	23,00	-	23,00	-
COMERCIAL TRASATLÁNTICO	13,00	29,85	27,00	29,85	27,00
COMMERCIALE ITALIANA	17,81	27,44	-	(2,50)	-
COMMERZBANK	15,03	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
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	13,10	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)

(Continuación) 3

Situación al día 28 de febrero de 1993

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/ccto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
BANCA EXTRANJERA					
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	18,00	27,44	25,00	19,25	18,00
CRÉDITO ITALIANO	13,50	26,00	-	26,00	-
DAI-ICHI KANGYO BANK LIMITED	14,50	28,07	-	(2,00)	-
DEUTSCHE	14,75	24,37	-	24,37	-
DEUTSCHE BANK CREDIT	14,20	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER	13,20	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITO SANTO E COM. LISBOA	14,50	24,00	-	24,00	-
ESTADO DE SAO PAULO	13,25	26,25	24,00	(10,00)	-
EXTERIOR DE LOS ANDES Y ESPAÑA	12,55	27,44	25,00	27,44	25,00
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	-
INDOSUEZ ESPAÑA	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN	12,62	26,82	24,00	26,82	24,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRÁNEO	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO	15,75	22,00	-	(4,00)	-
JOVER	12,55	32,31	29,00	32,31	29,00
JYSKE	18,40	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS	15,25	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL	13,85	33,71	29,00	33,71	29,00
MIDLAND	15,03	26,56	25,00	(3,03)	(3,00)
MITSUBISHI	13,80	25,59	-	(2,00)	-
MORGAN GUARANTY TRUST	13,40	15,25	-	15,75	-
NACIÓN ARGENTINA	13,50	24,36	22,00	(4,00)	-
NAPOLI	14,12	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	15,31	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	14,20	28,00	-	(2,00)	-
SAKURA BANK LTD.	12,50	22,00	-	22,00	-
SANWA	12,50	25,33	24,00	(2,00)	-
SAUDI ESPAÑOL	18,68	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	16,14	28,65	-	(3,03)	-
SUMITOMO	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
TOKAI	15,00	22,00	-	22,00	-
TOKYO	15,35	24,32	-	(2,02)	-
WESTDEUTSCHE LANDESBANK	13,50	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	14,17	26,33	24,98	26,11	25,50
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,85	28,25	26,57	28,69	26,98
BANCA OFICIAL					
CRÉDITO AGRÍCOLA	13,00	32,31	-	32,31	-
CRÉDITO 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 28 de febrero de 1993

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS	13,50	23,21	22,00	(4,00)	-
ÁVILA MONTE	13,50	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	27,44	-	27,44	-
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)	-
CÓRDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CÓRDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,37	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	-
GUIPÚZCOA Y SAN SEBASTIÁN	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
HUELVA Y SEVILLA	13,50	26,56	-	27,44	-
IBERCAJA	14,19	24,00	-	24,00	-
INMACULADA DE ARAGÓN	12,55	25,44	-	26,25	-
JAÉN	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	13,25	29,87	-	29,87	-
MANRESA	13,25	28,80	27,00	(3,00)	-
MEDITERRÁNEO	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	14,20	25,06	-	25,06	-
ORENSE	14,20	28,82	27,00	29,86	27,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	-	23,14	-
PENSIONES DE BARCELONA	13,65	32,30	29,00	32,30	29,00
POLLENSA	15,30	25,06	-	25,06	-
PONTEVEDRA	14,25	26,56	-	27,44	-
RIOJA	14,75	25,00	25,00	27,44	25,00
SABADELL	13,75	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	14,50	28,00	28,00	(6,14)	(6,00)
SEGOVIA	13,92	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, CASTELLÓN Y ALICANTE	12,19	27,44	25,00	27,44	25,00
VIGO	13,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	13,25	27,44	-	(10,00)	-
VITORIA Y ÁLAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,26	25,84	24,29	26,47	24,44

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

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1993

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
BANCOS			
0131	BANCO INDUSTRIAL DEL MEDITERRÁNEO, S.A.	01.03.93	Cambio de denominación social por BANCO ESPIRITO SANTO, S.A.
0214	ARAB BANK, PLC. Sucursal en España	01.03.93	Alta con domicilio social en Paseo de la Castellana, 95.-28046 Madrid.
SOCIEDADES DE TASACIÓN			
4368	COMPAÑÍA HISPANA DE TASACIONES, S.A.	08.03.93	Cambio de domicilio social a Recoletos, 9.-28001 Madrid.
4341	TASACIONES Y EVALUACIONES, S.A.	08.03.93	Cambio de domicilio social a Orellana, 1.-28004 Madrid.
4430	ENTITAT DE TAXACIONS, VALORACIONS I PERITATGES, S.A.	10.03.93	Alta con domicilio social en Avenida del Ayuntamiento, 22.-08260 SURIA (Barcelona).
4369	ESTUDIOS Y PROYECTOS TÉCNICOS INDUSTRIALES, S.A.	24.03.93	Baja a petición propia
4431	TASACIONES E.P., S.A.	24.03.93	Alta con domicilio social en Arapiles, 14.-28015 Madrid.
SOCIEDADES DE CRÉDITO HIPOTECARIO			
8212	BEX HIPOTECARIO, S.A., S.C.H.	26.03.93	Baja por fusión por absorción por BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, S.A.
SOCIEDADES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO			
4810	SAUDESLEASING, S.A.F., S.A. (antes SAUDESBANK LEASING, S.A.)	09.03.93	Baja por fusión por absorción por BANCO SAUDÍ ESPAÑOL, S.A.
4743	FOCRE - LEASING, S.A.	11.03.93	Baja por fusión por absorción por SOFILEASING, S.A.
4726	RENAULT LEASING, S.A.	12.03.93	Cambio de denominación social por RENAULT LEASING DE ESPAÑA, S.A., SOCIEDAD DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO.
4728	BEX LEASING, S.A., S.A.F.	15.03.93	Baja por fusión por absorción por BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, S.A.
4751	LISIN, S.A.	18.03.93	Baja por cambio de objeto social.
4724	RENTEQUIPO, S.A.	23.03.93	Cambio de domicilio social a Provenza, 388.-08025 Barcelona.
ENTIDADES DE FINANCIACIÓN			
8410	LICO FINANCIACIÓN Y COBRO, S.A., E.F.	12.03.93	Cambio de domicilio social a Manuel Tovar, 45.-28034 Madrid.
8342	ATLÁNTICA DE CRÉDITO Y FINANCIACIÓN, S.A.F.	18.03.93	Cambio de denominación social por LUZARO ENTIDAD DE FINANCIACIÓN, S.A. y de domicilio social a Garibai, 20, 3º.-20004 San Sebastián.
8433	BEX FINANZAS, S.A., E.F.	18.03.93	Baja por fusión por absorción por BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, S.A.
COMUNICACIONES RECIBIDAS SOBRE ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (Art. 20, 2º Dir. de Coordinación Bancaria 89/646/CEE)			
1400	CHARTERHOUSE BANK LIMITED	23.03.93	Alta.

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial
Variaciones producidas durante el mes de marzo de 1993

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
OFICINAS DE REPRESENTACIÓN		
1201	SYDBANK (SCHEWEIZ) A.G.	Petición propia.
COOPERATIVAS DE CRÉDITO		
3100	CAJA RURAL DE CARCAIXENT, COOPERATIVA DE CRÉDITO VALENCIANA	Absorción.
SOCIEDADES DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO		
4771	NATWEST LEASING, S.A. S.A.F.	Absorción.
ENTIDADES DE FINANCIACIÓN		
8774	FUBEL, S.A., ENTIDAD DE FINANCIACIÓN	Petición propia.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

Ángel Estrada y Miguel Sebastián

UNA SERIE DE GASTO EN BIENES DE CONSUMO DURADERO

DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 9305

Este trabajo trata de cubrir, con ciertas limitaciones, una de las lagunas más importantes en la información estadística española a nivel agregado. La importancia de disponer de una serie de gasto en bienes de consumo duradero reside tanto en argumentos teóricos como empíricos. A nivel teórico, el hecho de que el *stock* de duraderos no se agota totalmente cuando se utiliza, tiene claras implicaciones para el proceso estocástico que gobierna su evolución, explicando el hecho de que a pesar de que su peso en el total del consumo sea minoritario, buena parte de la variabilidad del consumo total de las familias venga explicado por el comportamiento de los duraderos. A nivel empírico, el perfil cíclico de este componente del gasto debe ser tenido en cuenta para explicar el desequilibrio externo y su sostenibilidad, en la medida en que una buena parte de las importaciones sean de duraderos. Así, para tratar de analizar algunas de estas cuestiones, se ha construido una serie anual de gasto en duraderos, utilizando la información disponible sobre la clasificación del consumo por funciones, en términos de Contabilidad Nacional.

