

INFORME DEL BANCO DE ESPAÑA-1991  
(Notas de una lectura)

---

*Clemente del Río Gómez*  
*Catedrático de Economía Aplicada*

**E**l Banco de España acaba de hacer público su Informe anual correspondiente a 1991. La profundidad de su análisis, la reconocida solvencia de sus planteamientos, su rigor metodológico y su amplio contenido informativo tanto en el plano real como en el financiero constituyen, como en años anteriores, una pieza insustituible para realizar una valoración adecuada de la situación económica española en el momento presente y de sus perspectivas futuras.

Como se especifica en el título que encabeza este documento, ofrecemos a continuación una serie de notas extraídas a través de una lectura reposada del Informe en toda su extensión. Sin embargo, antes de abordar este cometido, consideramos de interés subrayar los siguientes aspectos:

- 1.- El propósito que ha guiado la elaboración de esta nota no es otro que el de esquematizar los argumentos y las interdependencias que fundamentan el contenido del Informe, eludiendo toda valoración del mismo.
- 2.- El objetivo de la nota no es evitar la lectura del Informe completo, sino todo lo contrario, animar a su lectura, ya que una síntesis como la que se ofrece a continuación no recoge determinadas apreciaciones, matizaciones e información cifrada que, sin duda alguna, resultan de gran interés para el lector preocupado por la marcha de nuestra economía.
- 3.- Finalmente, estimamos conveniente que la lectura del Informe vaya acompañada de la del Boletín Económico del Banco de España correspondiente al pasado mes de abril, dado que en este documento, además de presentarse de forma resumida los resultados correspondientes al año 1991, se presenta un primer avance -más exhaustivo que el que ofrece el Informe- de los relativos al primer trimestre de 1992.

Realizadas las anteriores puntualizaciones, pasamos a la reseña del contenido del Informe ateniéndonos, para ello, a su propia estructura, que como es habitual en el Informe del Banco de España aparece dividida en cuatro grandes apartados o capítulos.

- I. Evolución económica internacional.
- II. La economía española.
- III. Financiación de la economía.
- IV. La política monetaria y los mercados financieros.

Aunque los cuatro apartados son importantes, consideramos que los relativos a la economía española -capítulo II- y a su financiación -capítulo III- son los que ofrecen un mayor interés para el lector del Informe.

## I. EVOLUCION ECONOMICA INTERNACIONAL

\* Para el Banco de España, el rasgo más destacable de la actividad económica en 1991 fue el incumplimiento de las expectativas de recuperación creadas tras la crisis del Golfo. Sin embargo, dentro de esta tónica general cabe identificar situaciones más o menos diferentes para los distintos bloques de países:

- En relación con los *países más industrializados*, el crecimiento económico registró un deterioro progresivo, conforme avanzaba el año 1991 (algo más del 3% frente al 4,1% del año anterior). Ello se explica, no sólo por el conflicto del Golfo, sino también por la propia evolución del ciclo económico internacional. Países como Estados Unidos, Alemania y Japón comenzaron a experimentar tasas más o menos importantes de desaceleración económica, aunque en cada uno de ellos obedeció a causas diferentes y presentó, igualmente, unas características distintas.

- También las *Economías Comunitarias* presentaron una desaceleración del crecimiento del producto por tercer año consecutivo con una tasa de crecimiento del PIB del 1,4% en 1991 frente al 2,9% en 1990, como media. Sin embargo, la intensidad del debilitamiento económico general fue muy distinta por países. Como notas positivas de carácter general cabe señalar, para 1991:

- Tanto una disminución del nivel medio como un acercamiento de las tasas de inflación de los países de la CE, aunque en un entorno exterior menos inflacionista y un entorno interior en recesión.

- Reducción general de los desequilibrios externos, de forma que el déficit global se mantuvo estabilizado en términos del PIB. Llama en este caso la atención el cambio de signo experimentado por Alemania, como consecuencia de la unificación.

- *Los países de la EFTA* presentaron en 1991 unos resultados económicos que se inscriben dentro de la atonía y, en algunos casos, la recesión común a los países industrializados. Ello se tradujo en un descenso generalizado de las tasas de inflación en estos países.

- Los resultados de *los países de Europa Central y del Este* siguieron reflejando en 1991 los costes de la transición hacia la economía de mercado -fuerte inflación, paro, déficit público etc.- si bien algunos países como Hungría y Checoslovaquia dieron muestras de haber superado la fase más dura del ajuste al que sus economías han sido sometidas.

- Finalmente, *los países en desarrollo* no mostraron en 1991 un descenso significativo de su nivel de actividad (3,3% en 1991 frente al 3,5% en 1990), a pesar de la recesión de los industrializados. Por otro lado, vieron reducirse a la mitad la tasa de inflación (42% en 1991 frente al 82% en 1990). Por ello, la evolución reciente de las economías en desarrollo puede calificarse de moderadamente alentadora en un entorno internacional desfavorable. El Informe subraya los buenos resultados de la economía mexicana, como resultado de las medidas estabilizadoras llevadas a cabo.

\* Estos resultados económicos han condicionado, en alto grado, la orientación de las *políticas económicas*, -sobre todo, en los principales países industrializados y en la CE- al logro de unos objetivos de carácter fundamentalmente interno. Sin embargo, se observa una clara diferenciación por países:

- Orientación expansiva de la política económica en Estados Unidos.
  
- Japón evolucionó a lo largo del año desde una política relativamente restrictiva hacia una estrategia claramente expansiva, a medida que se constataba el debilitamiento de la actividad económica.
  
- Por su parte, la política económica de la CE siguió una orientación restrictiva, aunque con marcadas diferencias por países, que obedecieron a las distintas posiciones cíclicas de las diversas economías comunitarias. Esto se reflejó, claramente, en las políticas monetarias que continuaron las orientaciones divergentes que comenzaron a aparecer a finales de 1990. Estas divergencias se manifestaron, claramente, por el lado de los tipos de interés: mientras en Alemania y Holanda tendieron al alza, en el Reino Unido y España lo hicieron a la baja. En otros países -Francia, Italia, Bélgica e Irlanda- el proceso seguido por los tipos de interés fue hacia la baja, en una primera fase, para hacerlo después al alza.

\* En el plano de las *perspectivas*, el Informe del Banco de España señala que, al finalizar el primer trimestre de 1992, no se aprecian señales claras de una significativa recuperación de la economía mundial en el horizonte más próximo. En el caso concreto de los países más industrializados, las expectativas de una clara reactivación de su crecimiento económico tienden a situarse en torno a finales de 1992 o a principios de 1993. Para 1992 se espera un crecimiento de la producción en los países industrializados en torno al 2%, tasa ligeramente superior a la de 1991, aunque moderada.

Se prevé, asimismo, una continuación de la tendencia al descenso de los ritmos de inflación, con la posible excepción de Alemania, como consecuencia del proceso de fijación de salarios. Para el conjunto de los países industrializados, el ritmo de aumento de los precios se situaría, en 1992, por debajo del 4%.

Finalmente, *los desequilibrios por cuenta corriente* entre los tres principales países industrializados -Estados Unidos, Alemania y Japón- experimentarán una nueva ampliación en 1992:

- Fuerte ampliación del déficit corriente norteamericano.
- Una ampliación adicional del voluminoso superávit japonés.
- Un pequeño déficit de Alemania unificada.

Según las previsiones, estas tendencias se mantendrán en 1993.

## II. LA ECONOMIA ESPAÑOLA

### 1. Rasgos básicos

\* En lo relativo a los rasgos básicos de la economía española, el Informe del Banco de España comienza señalando que se prosiguió en 1991 el proceso iniciado a mediados de 1989, con el fin de corregir el exceso de demanda agregada y asentar las bases para un crecimiento estable y sostenido. Todo ello, en un entorno, como el reseñado anteriormente, caracterizado por el debilitamiento de la actividad económica mundial.

\* En este contexto, y mediante la puesta en práctica desde 1989 de una política de contención del gasto, instrumentada con la aplicación de medidas monetarias rigurosas, los resultados alcanzados en 1991 se resumen en los siguientes puntos:

- Reducción significativa de la tasa de avance de la demanda nominal (9,1% en 1991 frente al 11,3% en 1990), lo que ha contribuido a acercar el crecimiento de la demanda final al ritmo de avance del producto potencial; a reorientar la producción hacia los mercados exteriores y a reducir el déficit por cuenta corriente (2,9% del PIB en 1991 frente al 3,4% en 1990).
- Según estimación del INE, el PIB nacional registró un incremento real del 2,4% en 1991, inferior en algo más de un punto al correspondiente a 1990. Esta desaceleración del PIB se asentó, básicamente, en la formación bruta de capital fijo, si bien ésta alcanzó el 25,4% del PIB en términos reales.
- Tanto el consumo público como el privado mantuvieron ritmos de aumento real más estables.
- La notable expansión de las exportaciones reales de bienes y servicios atenuó la desaceleración de la demanda final, al tiempo que se produjo una recuperación apreciable en el capítulo de las importaciones.
- Fuerte reducción del crecimiento del empleo (0,2% en 1991 frente al 2,8% en 1990) como resultado del fuerte aumento de los costes laborales, en unas condiciones generales de debilitamiento de la demanda y de moderación de los precios internacionales.
- Erosión continuada de la competitividad global de la economía española, que frenó la recuperación del producto interior y limitó la corrección del desequilibrio exterior en 1991, en el que, por otro lado, se recibieron importantes transferencias de capital del resto del mundo y en el que mejoró, de nuevo, la relación real de intercambio. En razón de ello, el déficit comercial -estabilizado en los dos últimos años- mostró gran resistencia a su corrección.
- Los tipos de interés de intervención registraron descensos de dos puntos en 1991 y el crecimiento de los agregados monetarios se situó por encima del límite superior de la banda de objetivos.

\* Aunque referido al año 1991, el Informe también da cuenta de *los resultados de la economía española en el primer trimestre de 1992*:

- La tasa de avance de la demanda final real en este trimestre se ha situado en torno al 4% sobre el mismo trimestre del año anterior.
- Incremento del consumo y las exportaciones de bienes y servicios, si bien a ritmos inferiores a los del segundo semestre de 1991.
- La F.B.C.F. muestra una cierta tendencia a estancarse debido a la desaceleración continuada de la construcción y a la persistencia de la caída -moderada- de la inversión en equipo.
- Las importaciones siguen mostrando tasas de crecimiento elevadas (10% en términos reales).

- El PIB mantiene un ritmo de aumento muy similar al observado en la 2ª mitad de 1991 -cercano al 2% en pesetas contantes de 1985-. Las posibilidades de tasas superiores al 2,5% en 1992 aparecen vinculadas, de un lado, a la eventual recuperación de la economía mundial -que, como se ha señalado parece que no se va a producir en 1992- y de otro, a la continuación del aumento de los costes salariales, que muestran escasos signos de moderación en los primeros meses de 1992 -aumento del 7% según convenio-.
- A esta trayectoria de los salarios ha venido a superponerse el aumento de los impuestos indirectos -IVA, petróleo y tabaco- en este primer trimestre, lo que ha determinado la aceleración de la tasa de inflación, 6,9% en marzo, si bien se prevé una desaceleración a lo largo del año.

Por todo ello, si se quiere proseguir el proceso de convergencia con los países centrales de la CE y si se quieren establecer las bases firmes para una recuperación sostenida del producto y del empleo será necesario, por un lado, aplicar *políticas de control de la demanda*, y, por otro, realizar *reformas estructurales* que alivien las restricciones de ofertas que en este momento impiden alcanzar un ritmo de crecimiento real más elevado y sostenible.

- En lo relativo a las *políticas de contención de la demanda*, se considera que la política monetaria deberá mantener en 1992 una actuación rigurosa capaz de contener el ritmo de avance del PIB nominal por debajo del que tuvo lugar en 1991. Sin embargo, la instrumentación en la práctica de esta política se enfrenta a fuertes limitaciones en una situación de libre circulación de capitales y de sometimiento a las restricciones del mecanismo de cambios del S.M.E. En estas condiciones, el éxito del proceso de convergencia nominal y la minimización de sus costes dependen de una política presupuestaria orientada, tanto a la reducción del déficit y al control de la demanda global -dentro de los límites compatibles con la desaceleración de la inflación-, como a la recuperación de la estructura de ingresos y gastos, de forma que estimule el ahorro nacional, favorezca un funcionamiento eficaz de la economía y contribuya a elevar el potencial de crecimiento del producto y el empleo.
- En el terreno de las reformas estructurales, se considera que el proceso de convergencia implica no sólo la reestructuración del gasto de las Administraciones Públicas, sino también un cambio importante en las regulaciones públicas y en los sistemas de provisión de servicios. Y ello no sólo en el ámbito de los servicios básicos -sanidad, transportes, etc.- sino también en los casos de la empresa pública y el mercado de trabajo. Aunque sin hacer alusión expresa al Programa de Convergencia del Gobierno, el Informe del Banco de España expresa un claro apoyo a las medidas estructurales contenidas en dicho programa.

## 2. Evolución de la demanda

Tras este perfil general, el Informe pasa a considerar, por separado y con mayores detalles, el comportamiento de la demanda interna y externa.

\* La demanda nacional mantuvo en 1991 un ritmo de crecimiento real estable y moderado, siguiendo la recuperación iniciada en los meses finales de 1990. Dentro de esta tónica general, cabe señalar que durante 1991:

- El consumo privado registró tasas intertrimestrales de variación real en torno al 3%. El mayor dinamismo, se registró en el componente no alimentario.

- El consumo privado nominal se incrementó en un 9,5% y fue financiado, en su mayor parte, por incrementos en la renta disponible de las familias que aumentó un 9% en pesetas corrientes, frente al 13% de 1990; tasa ésta que fue objeto de una sobrevaloración al trasladarse a 1990 una cantidad excesiva de las devoluciones del IRPF que deberían haberse realizado en 1989.

- Este crecimiento de las rentas disponibles en 1991 obedeció a la mayor presión salarial y a la desaceleración cíclica de la economía en el período.

- Por su parte, el consumo público registró un aumento del 4,4%, en términos reales, en 1991, frente al 4,6% en 1990. El crecimiento nominal de dicho componente fue del 11,1% en 1991, resultado, en gran parte, del avance de la remuneración a los asalariados (10,8% frente al 13,8% en 1990) debido al menor ritmo de crecimiento de empleo público.

- La inversión en bienes de equipo registró una tasa de variación real negativa en 1991, algo que no ocurría desde 1984. Los factores propios del ciclo económico, el empeoramiento de las condiciones de financiación de las empresas y unas expectativas que no terminaban de aclararse explican esta debilidad de la inversión en equipos.

- El gasto en construcción creció el 4,3% en términos reales, en 1991, frente al 10,8% en 1990, y todo ello dentro de un proceso continuo de la desaceleración, sobre todo, en el sector residencial, donde la licitación de viviendas descendió el 15,9% en los diez primeros meses del año, si bien este descenso afectó de forma particular a las viviendas libres.

- Sin embargo, la obra pública experimentó, todavía en 1991, un crecimiento importante, debido al largo período de maduración de las obras iniciadas en años anteriores. En cambio, el monto de las obras licitadas por las Administraciones Públicas durante el año fue un 28% inferior, en términos nominales, al licitado en 1990. El recorte presupuestario decidido a principios de verano tuvo mucho que ver en este descenso.

\* En lo relativo a la demanda exterior, cabe subrayar que las exportaciones de bienes y servicios aumentaron el 8,4%, en términos reales en 1991, frente al 3,2% en 1990, debido, sobre todo, a la recuperación de los ingresos por turismo y al importante avance de las exportaciones de bienes no energéticos. Las exportaciones de bienes mantuvieron ritmos de crecimiento real elevados y crecientes en 1991, alcanzando en el promedio del año el 11,2% frente al 7,4% de 1990. La moderación de precios seguida por las empresas exportadoras contribuyó a este avance exportador y a la estabilización de la competitividad frente a los países industrializados.

*Las exportaciones* siguieron una tendencia muy diferente -ya iniciada en 1990- según los distintos países o bloques de países:

- Aumentaron un 13,1%, en términos nominales, las dirigidas a la CE, destacando las dirigidas a Alemania (30,9%) e Italia (17,8%), siendo las ventas de bienes de consumo no alimenticio y, sobre todo, automóviles las que más crecieron en ambos casos. Las exportaciones totales a la CE llegaron a representar en 1991 el 71% del total frente al 69,5% en 1990.

- Las ventas a Estados Unidos cayeron por segundo año consecutivo y también las destinadas a Japón, por primera vez desde 1987.

- Fuera de la OCDE, las exportaciones registraron un comportamiento muy expansivo en 1991; en especial las dirigidas a la OPEP que crecieron un 14% y a la antigua Unión Soviética y otros países del Este que aumentaron un 18,9%.
- Como resultado de todo ello, los productos españoles ganaron cuota en la CE (2,9% en 1991 frente al 2,7% en 1990) y la perdieron en Estados Unidos. Este resultado se alcanzó a pesar de la pequeña pérdida de competitividad frente a la CE y de la mejora en relación a Estados Unidos, favorecida por la ligera depreciación de la peseta frente al dólar en 1991.
- Los mejores resultados obtenidos en 1991 correspondieron a las exportaciones de bienes de consumo, destacando el fuerte aumento de las ventas de automóviles -un 32,1% en términos nominales-.
- Por su parte, los ingresos por *turismo* aumentaron -según cifras del Registro de Caja- un 6,2% en pesetas en el año 1991, lo que se tradujo en un ligero descenso del 0,2% en términos reales, frente al descenso del 8,5% en 1990.

En el capítulo de las *importaciones* cabe destacar el crecimiento del 11,%, en términos reales, en el terreno de los bienes no energéticos, frente al 8,4% registrado en 1990.

- En coherencia con los distintos componentes de la demanda nacional, las importaciones de bienes de consumo fueron las que más crecieron (32,1%, términos nominales para bienes no duraderos y 9,3% para duraderos) e incluso experimentaron una importante aceleración a lo largo del año. Por el contrario, las importaciones de bienes intermedios crecieron de forma débil, en términos nominales, aunque si se tiene en cuenta que sus precios registraron importantes caídas en 1991, se obtiene una tasa de crecimiento real superior al 10%.
- Las compras de bienes de inversión fueron las que mostraron menos crecimientos medios, tanto en términos reales como nominales. Sin embargo, experimentaron una aceleración significativa a partir del segundo trimestre, sobre todo, en lo relativo al material de transporte.
- Las importaciones energéticas aumentaron en 1991 un 3,7% en términos reales, mientras que las exportaciones lo hicieron en 5,4%.

En suma, en 1991, la aportación negativa del saldo neto exterior al crecimiento real del PIB fue de 0,7 puntos porcentuales, medio punto por debajo de la registrado en 1990. Esta mejora relativa del saldo exterior se alcanzó, como se ha expuesto anteriormente, en un contexto de fuerte aceleración tanto de las exportaciones como de las importaciones de bienes y servicios, lo que supuso un avance importante del grado de apertura de la economía española.

En todo caso, lo que parece evidente es que el grado de penetración de las importaciones en el mercado interior, que se ha intensificado en 1991, estaría recogiendo, además de otros factores, el deterioro acumulado de la competitividad de los bienes nacionales frente a los importados y que la extraordinaria ganancia de cuota conseguida en la CE en 1991 pudiera obedecer, en mayor medida, a razones coyunturales y pasajeras, como la unificación alemana y la debilidad relativa de la demanda interna, que a un proceso de sólido establecimiento de los productos españoles en los mercados comunitarios.

\* Si de esta visión de conjunto se pasa a la *consideración de los sectores* se observa que el comportamiento del comercio por ramas productivas refleja la evolución de la demanda nacional, sostenida por el dinamismo del consumo y afectada por la formación bruta de capital. De este modo, las ramas más ligadas al consumo que a la inversión -alimentación, productos metálicos, papel y derivados, textil, vestido y calzado y otros productos manufacturados- intensificaron su desventaja comparativa en 1991, debido, en gran medida, al elevado aumento de sus importaciones no compensado por las exportaciones. Por el contrario, los sectores ligados más estrechamente a la inversión -maquinaria de oficina, material eléctrico, maquinaria agrícola e industrial y material de transporte- contribuyeron a la contención del déficit comercial reduciendo su desventaja comparativa, o aumentando su ventaja como es el caso de material de transporte.

El hecho de que la contención del saldo comercial haya estado ligada a los sectores con mayor atonía en la demanda interna hace temer el retorno a un proceso de ampliación del déficit cuando la demanda adquiera un ritmo más firme y ofrece dudas sobre la medida en que la mejora en la ventaja comparativa deriva de una mayor capacidad exportadora y de una competitividad más elevada, o si ha de atribuirse a la debilidad de la demanda interior y a la coyuntura de algunos mercados europeos.

### 3. Producto, empleo, costes y precios

Finaliza el capítulo relativo a la economía española con una referencia a la evolución experimentada por estas variables de la que cabe destacar los siguientes rasgos básicos.

#### \* **Producto**

- Aunque, como se ha señalado, el PIB real creció en 1991 un 2,4% en nuestra economía, el VAB de las ramas *agraria y pesquera* sufrió un retroceso del 2,3%, en términos reales, debido a los fenómenos climatológicos y a la incidencia de la política agraria y pesquera de la CE.
- *La actividad industrial* registró un estancamiento; su VAB creció sólo un 0,7% en términos reales respecto de 1990, en coherencia con el menor crecimiento de la demanda interior y, sobre todo, de la inversión. Sólo la rama de la energía experimentó un crecimiento de la demanda interior y, sobre todo, de la inversión.
- También la construcción se desaceleró en más de seis puntos respecto de 1990, a pesar de que aumentó, en 1991, un 3,7% en términos reales. Las razones de la desaceleración fueron las mismas que en el caso de la industria.
- Finalmente, también *los servicios*, en general, desaceleraron su tasa de crecimiento del VAB con relación al año 1990 y esto se produjo tanto en los de carácter privado (3,3% en 1991 frente al 3,6% en 1990) como en los públicos (3,7% frente al 4,8%). Dentro de los primeros las ramas más dinámicas fueron las ligadas al consumo y al turismo -sanidad, servicios recreativos, servicios personales y hostelería-. Las menos dinámicas fueron las relacionadas con los transportes y con los servicios a las empresas. Dentro de los segundos, las actividades más dinámicas fueron algunas de las ligadas a los servicios generales de las Administraciones Públicas.

\* **Empleo**

- Lo más destacable en 1991 fue la desaceleración del empleo industrial: reducción en 60.000 empleos, frente a los 212.000 creados en 1990.
- Por sectores, la evolución fue desigual: La agricultura y la industria perdieron empleo frente a la construcción y los servicios que siguieron creando puestos de trabajo.
- El empleo fijo -particularmente en la industria- fue el que mostró una evolución más negativa en 1991. El coeficiente de temporalidad siguió creciendo en este año, aunque a una tasa más moderada que en años anteriores.

\* **Salarios y costes**

- Pese a que la tasa de paro aumentó en 1991 y se redujo considerablemente la creación de empleo, las *remuneraciones salariales* mostraron un ritmo de crecimiento superior al de 1990 (8,6% frente al 7,9% en 1990). Sin embargo, la masa salarial se desaceleró -crecimiento del 9,8% frente al 12,3% en 1990- debido al menor ritmo de avance del empleo.
- En lo relativo a los *costes*, como sucediera en 1990, los de tipo laboral fueron el factor preponderante en la explicación del aumento de los costes y los precios en 1991. Ahora bien, mientras en 1990 una parte importante del aumento de los costes laborales obedeció a la desaceleración de la productividad del trabajo, en 1991 los incrementos más moderados que se produjeron en los costes laborales se explican, entre otras razones, por la importante recuperación de la productividad del trabajo al permanecer el empleo prácticamente estancado.
- En el plano desagregado de la economía, en 1991 se produjeron comportamientos divergentes de los costes: Lo más destacable es el dualismo entre la evolución de los precios en la industria y los servicios, sometidos a mecanismos de ajuste muy diferentes en cada caso. Mientras la industria -excepto la energía- tuvo que reducir sus márgenes de explotación para mantener unos precios competitivos, los servicios no hicieron lo mismo, contribuyendo de este modo en mayor grado que la industria a la inflación.

\* **Precios**

- La evolución de los precios en 1991 estuvo condicionada por el comportamiento de los costes, en un contexto de menor presión de la demanda.
- El crecimiento del IPC en 1991 fue del 5,5% frente al 6,5% en 1990; el crecimiento promedio fue del 5,9% frente al 6,7% alcanzado en 1990. Como resultado de ello el diferencial de inflación con los países integrados en la banda estrecha del SME fue de 1,4% puntos porcentuales.
- Sin embargo, esta evolución general de los precios, precisa de matizaciones: Los buenos resultados del IPC se lograron gracias a sus componentes más erráticos -precios de bienes energéticos y de los alimentos sin elaborar-, mientras que el núcleo de precios con tendencias más estables -precios de los bienes elaborados no energéticos y de los servicios- mostró un crecimiento mucho menos moderado, impulsado, sobre todo, por los precios de los servicios de consumo que se elevaron un 8,8% en 1991, tanto en términos de tasa media como de variación acumulada durante

el año. Destacan los incrementos correspondientes a reparaciones, servicios médicos y sanitarios, enseñanza, servicios Personales y hoteles.

### III. FINANCIACION DE LA ECONOMIA

#### 1. Las necesidades de financiación y los flujos financieros entre sectores

\* *La necesidad de financiación* exterior de la economía española se elevó en 1991 al 2,9% del PIB, medio punto por debajo con respecto a 1990. Esta reducción refleja tanto una desaceleración de la formación bruta de capital como una caída ligera de la tasa de ahorro nacional -algo menos del 0,4% de PIB- bastante compensada por las transferencias recibidas de la CE.

Esta evolución fue el resultado de tendencias contrapuestas:

- Las Administraciones Públicas aumentaron en 1991 su necesidad de financiación en un 0,4% del PIB.
- Por el contrario, el resto de los sectores residentes registró un aumento significativo de su capacidad de financiación (0,9% del PIB), al ser menor la renta disponible dedicada a la inversión; aunque el ahorro de las familias registró una pequeña reducción en términos del PIB -reflejo del mantenimiento del consumo privado en tasas relativamente elevadas-, esta caída fue más reducida que el aumento registrado en 1990. Por su parte, las empresas no financieras redujeron notablemente la FBCF, a pesar de la mayor disponibilidad de recursos financieros internos y externos. Y todo ello se produjo a pesar de que en 1991 la mejora de las condiciones en los mercados financieros levantamiento de restricciones crediticias y pronunciado descenso de los tipos de interés- no se tradujo en un empeoramiento de las cuentas financieras de las familias y empresas.

En este comportamiento de empresas -sobre todo financieras- y familias pesaron una serie de factores tales como la desaceleración de la actividad y el empeoramiento de las expectativas que deprimieron el gasto en inversión. Pero no debe descartarse que en el sostenimiento de los niveles de ahorro del conjunto del sector influyera también la actitud más cautelosa de los intermediarios financieros frente a la *movilidad* creciente. Así parece corroborarlo la menor reducción que experimentaron los tipos activos de las entidades bancarias en comparación con los que se observaron tanto en los mercados monetarios como en los de valores a largo plazo.

\* En lo relativo a la *financiación* cabe señalar que, en 1991:

- Las Administraciones Públicas, a pesar de sus mayores necesidades financieras, emitieron un volumen de pasivos ligeramente inferior al del año precedente, si bien acudieron en mayor medida al crédito -especialmente bancario-.
- El Estado se financió, casi exclusivamente, en los mercados de valores -gran aumento de las emisiones a medio y largo plazo- y mas aún a través de las compras de deuda pública por no residentes; sobre todo en los primeros meses.

- Los recursos financieros requeridos por los sectores residentes fueron provistos por las instituciones financieras y, sobre todo, por el sector exterior.
- La aportación de recursos exteriores a la financiación interna aumentó de manera notable en 1991, lo que, dada la reducción del déficit corriente, determinó una acumulación de reservas superior aún a la de 1990. La fortaleza de la peseta y los avances en la liberalización de capitales explican este comportamiento.

## 2. La actuación económica y financiera de las Administraciones Públicas (AA. PP.)

- \* Las AA. PP. tuvieron, en 1991, una necesidad de financiación estimada en torno a 2,4 billones de ptas. (4,4% del PIB; 0,4 puntos de incremento con respecto a 1990). Por el contrario las necesidades de financiación del Estado descendieron 0,3 puntos, situándose en el 2,4% del PIB en 1991. En contrapartida, el desequilibrio de la S. Social aumentó 0,5 puntos del PIB hasta alcanzar el 0,8%. Finalmente, el déficit estimado de las Administraciones Territoriales también se elevó en 0,2 puntos porcentuales, situándose en el 1,2% del PIB.
  - El gasto total de las AA. PP. alcanzó en 1991 un 45,2% del PIB (1,8 puntos más que en 1990) y, aunque los ingresos totales también elevaron su peso en el PIB en 1,4 puntos porcentuales, los ingresos fiscales sólo aumentaron un 0,5%, correspondiendo el resto a ingresos extraordinarios a cuenta de los beneficios del Banco de España y a transferencias de la Comunidad. Entre los ingresos fiscales, destaca el fuerte crecimiento de las cotizaciones sociales (12,5%), a pesar de la desaceleración económica de 1990 y 1991.
  - Las transferencias corrientes pagadas por las Administraciones Públicas aumentaron en 1,3 puntos su peso en porcentaje del PIB en 1991, debido al crecimiento en un 1% de los prestaciones sociales -menor creación de empleo y rotación de los empleos temporales- y al aumento de la carga de intereses (0,3%) asociado al mayor déficit público de 1990.
  - Las subvenciones de explotación y transferencia de capital a empresas públicas no creció significativamente debido a la decisión de contener el impacto presupuestario de los peores resultados obtenidos.
  - La demanda directa de bienes y servicios de las AA. PP. continuó ejerciendo en 1991 un impulso expansivo sobre la demanda agregada, con crecimientos nominales y reales superiores a los que se estiman para la demanda del sector privado.
  - El déficit público se estabilizó en torno al 4% del PIB en el período más reciente.

En lo relativo a la *actividad financiera* de las AA.PP. cabe señalar que el ahorro financiero neto registró un deterioro cifrado en 0,5 puntos porcentuales del PIB, que refleja, principalmente, problemas de desfase en la contabilización de intereses pagados por la deuda pública. En contrapartida, el ahorro financiero neto de los agentes preceptores de dichos intereses -familias y empresas, sobre todo- fue superior a su capacidad o necesidad de financiación.

El mayor déficit de las AA.PP., distintas del Estado, se cubrió, fundamentalmente, a través de créditos bancarios y, en menor medida del exterior. Como en los años anteriores, las emisiones de valores a medio y largo plazo por estas AA. PP. fueron insignificantes.

\* Por lo que respecta al *Estado*

- Se produjo un aumento de su cifra negativa de ahorro financiero con respecto a 1990 (2,9% del PIB).
- El importe absoluto de la financiación total -variación de pasivos financieros- se situó en 1,7 billones, mientras se registró un menor aumento de los activos financieros.
- La distribución de la financiación recibida por el Estado entre los diferentes tipos de pasivos financieros registró considerables diferencias respecto de 1990: El Tesoro emitió 400 m.m. menos de valores negociables y, en contrapartida, recurrió con más profusión al crédito y a la emisión de valores no negociables. Además, al contrario de lo ocurrido en años anteriores, las emisiones del Tesoro en 1991 se realizaron, en su mayoría, a plazos medios y largos.
- La principal contrapartida del menor volumen de emisiones de valores del Estado, fue una mayor apelación al crédito, aparte de la emisión de deuda no negociable.
- En lo relativo al recurso al Tesoro, en 1991, el Estado no redujo su saldo deudor con el Banco de España, si bien la apelación al recurso cumplió su límite legal.
- Las modificaciones sufridas por la estructura del endeudamiento total del Estado han tenido también consecuencias sobre la participación relativa de cada sector en el mismo y sobre su vencimiento medio:
  - Menor participación de las entidades bancarias.
  - Mayor participación de otros agentes residentes y el exterior.
  - Alargamiento del plazo de vencimiento medio de los pasivos estatales consolidados, por tres razones: 1) Sustitución, en volumen considerable, de activos de caja por certificados del Banco de España. 2) Reducción del nivel del coeficiente de caja. 3) Creciente importancia de bonos y obligaciones.
- Además, este cambio en la estructura del Estado ha tenido efectos sobre su coste medio, ya que la financiación a través de coeficientes devenga un interés reducido e incluso nulo en algunos casos.

3. Las rentas, el ahorro y la financiación de las familias y de las empresas no financieras.

- \* En conjunto, tanto las familias como las empresas no financieras mejoraron sensiblemente su *capacidad de financiación* en 1991, debido a la caída de la inversión y al mantenimiento del ahorro en términos del PIB.
  - En el caso concreto de las *familias*, las aceleraciones salariales producidas en 1990 y 1991 no se han traducido en un comportamiento paralelo de las rentas salariales debido, entre otras razones, a la menor creación de empleo. También las rentas no salariales han desacelerado, de forma acusada, su tasa de crecimiento en 1991, a pesar de la contribución -moderadamente positiva- de las transferencias de las Administraciones Públicas.

- En lo relativo a las *empresas no financieras*, los datos disponibles señalan una reducción importante de los recursos generados, de su autofinanciación, y de sus beneficios. Sin embargo, las primeras estimaciones indican que su excedente bruto de explotación aumentó ligeramente su participación en el PIB; pagaron menos impuestos y repartieron más dividendos y otras rentas (en términos del PIB). El resultado global fue un ligero incremento de su renta bruta disponible y de su ahorro, compensado, en parte, por las menores transferencias netas de capital recibidas.

\* En lo concerniente a la *actividad financiera* del sector, el Informe comienza subrayando que hay que tener presentes los condicionamientos derivados de la desaparición de las restricciones administrativas vigentes desde 1989, sobre crédito interno y externo. Lo más destacable, en relación con la financiación de este sector -familias y empresas no financieras- en 1991, fue el crecimiento de la cartera de valores de renta fija a medio y largo plazo, vinculado, entre otros factores, al crecimiento de las fondos de inversión y al arraigo de las expectativas bajistas sobre los tipos de interés.

Por el contrario, las carteras de valores a corto plazo registraron una fuerte desaceleración, como consecuencia del ajuste del mercado de pagarés de empresa, principal beneficiario de los controles de crédito. El resto de valores a c.p. experimentó un aumento apreciable, aunque transitorio, al estar afectado por la regularización fiscal de patrimonios opacos, que se desarrolló durante el segundo semestre de 1991.

En lo tocante a los pasivos financieros, las empresas no financieras intensificaron su apelación a los mercados beneficiarios de la desregulación -crédito bancario y exterior- y alteraron notablemente sus patrones de endeudamiento en los mercados de valores.

Por otro lado, tras las medidas de financiación exterior del mes de Marzo, las empresas canalizaron buena parte de sus necesidades financieras hacia los mercados internacionales. Como resultado de ello, la deuda viva de las empresas no financieras españolas en el exterior creció en torno al 33%, situándose a finales de 1991 en 45.345 millones de dólares y se observa una tendencia creciente en este sentido.

Tanto familias como empresas no financieras aumentaron su recurso al crédito bancario, aunque más las empresas. Las familias lo hicieron básicamente al crédito inmobiliario que aumentó respecto de 1990.

Durante 1991 se agravaron las dificultades financieras de un amplio grupo de agentes dando como resultado un incremento de la *morosidad*, que puede indicar que los agentes privados han acumulado un nivel excesivo de deuda, como consecuencia de las expectativas creadas por el ciclo económico. Ante esta situación, cabe prever que los agentes propendan a reducir el ritmo de adquisición de nuevas deudas -con lo que se volverán menos sensibles a la disminución de los tipos de interés- y que las entidades financieras endurezcan su política de concesión de créditos. El resultado puede ser una respuesta escasa o tardía a una caída de los tipos de interés propiciada por la autoridad monetaria. Pero falta información plena sobre este fenómeno.

#### 4. La balanza de pagos y los flujos exteriores de capitales

Los aspectos más relevantes en lo relativo al comportamiento de la Balanza de Pagos en 1991, pueden resumirse en los siguientes puntos:

- El déficit por cuenta corriente ascendió al 2,9% del PIB, 0,5 puntos porcentuales menos que en 1990, año en el que se rompe el progresivo deterioro del desequilibrio exterior.

- La balanza de capitales registró, un año más, un superávit que permitió financiar el déficit corriente y la acumulación de reservas exteriores (1.356 m.m.).
- El déficit comercial no energético registró un comportamiento diferenciado: crecimiento de las importaciones en un 10,3% frente al 5,8% en 1990 y aumento de las exportaciones en un 12,2% frente al 7,7% en 1990.
- El saldo de la balanza comercial energética se mantuvo estable respecto de 1990: El incremento real de la importación neta se vio compensado por la caída del precio del crudo.
- El saldo de las operaciones por turismo registro una mejora: aumento de un 6,2% como promedio frente al descenso del 2,3% en 1990.
- El déficit por rentas de inversión se amplió nuevamente como resultado del creciente endeudamiento exterior, sobre todo, del sector privado.
- En relación con la balanza de transferencias destaca el notable aumento de transferencias públicas de capital de la CE, que contribuyeron, de manera decisiva, a la contención del desequilibrio exterior.
- En lo que se refiere a la balanza de capitales, hay que destacar la fuerte afluencia de capital exterior debido a dos causas básicas:
  - Mantenimiento del diferencial en tipos de interés a pesar del recorte efectivo de los tipos de interés de la peseta; y
  - Persistencia de expectativas bajistas sobre los tipos de interés nacionales.
- Las inversiones directas y de cartera fueron la principal vía de entrada de capital extranjero en 1991, como consecuencia de las medidas adoptadas. Las inversiones directas, que se mantuvieron al nivel de 1990, se dirigieron, sobre todo, al bloque de servicios, donde los sectores de instituciones financieras, seguros e inmobiliarias y de comercio y hostelería, absorbieron el 40% y el 60%, respectivamente, del total. Las inversiones en los sectores industriales -excepto energía y agua- y manufactureros mantuvieron su importancia relativa respecto de 1990. El origen de estas inversiones fue, básicamente, de los países de la CE (62%).
- La financiación crediticia exterior recibida por el sector público se mantuvo en niveles similares a los de 1990, aunque cabe señalar el aumento del crédito en divisas, debido a la mayor intensidad con que el Tesoro recurrió a la financiación en ECU's.
- Frente al comportamiento globalmente expansivo de las entradas de capital, la adquisición de activos en el exterior por residentes fue en 1991 de escasa importancia.
- Como resultado de este predominio de entradas netas de capitales, el Banco de España adquirió activos netos por un importe muy superior al de los últimos años. El aumento de las reservas centrales fue de 13.000 millones de dólares; como resultado, al final de 1991, las reservas centrales brutas alcanzaban un máximo de 66.283 millones de dólares.

#### IV. LA POLITICA MONETARIA Y LOS MERCADOS FINANCIEROS

##### 1. Aspectos generales

En líneas generales, el Informe del Banco de España recoge los siguientes puntos:

- El diseño de la política monetaria para 1991 se desarrolló en un panorama económico y financiero muy incierto.
- En el plano económico, a pesar de que los ritmos de crecimiento nominales de la demanda nacional y del PIB mostraron una sensible reducción no sucedió lo mismo con los precios, lo que aconsejaba establecer objetivos monetarios rigurosos que no acomodasen las presiones inflacionistas.
- En el plano financiero, era preciso extremar la prudencia para que la supresión de las limitaciones previstas para principios de 1991, no provocase un desbordamiento excesivo de la liquidez. En este contexto la definición de los objetivos monetarios resultaba complicada, añadiéndose, además, la dificultad de estimar la velocidad de circulación de los ALP en 1991, dada la súbita expansión de los pagarés de empresa en 1990.

Estas incertidumbres llevaron al Banco de España a fijar para 1991 dos objetivos de ALP:

- Uno en la banda del 7% al 11% (ALP).
- Y otro adicional (7,5% al 9,5%) para ALP más pagarés de empresa (ALP<sub>2</sub>), en coherencia con la incertidumbre acerca de los trasvases previstos de fondos desde pagarés de empresa hacia instrumentos de ALP. De este modo, el carácter estricto de la política monetaria quedaba patente.
- El crecimiento efectivamente registrado en 1991 por los dos agregados monetarios señalados fue del 12%.
- Los trasvases financieros que más impulsaron la demanda de los agregados, como objetivos, provinieron de la fuerte desaceleración de los pasivos de las entidades oficiales de crédito y por el descenso de los correspondientes a las entidades de crédito de ámbito operativo limitado que, en una gran mayoría, formaban parte de la definición de ALP vigente hasta finales de 1991.
- La función que estos grupos de instituciones desempeñan en el Sistema Financiero español motivó el cambio de su clasificación sectorial a efectos de cálculo de los agregados monetarios y crediticios, a partir de 1992, pasando sus pasivos líquidos a la consideración de componentes de ALP. Con esta modificación se pretendía introducirse en el proceso de homogeneización de los agregados monetarios en el seno de la CE a fin de mejorar la coordinación de las políticas monetarias del área.
- Con esta nueva clasificación, las tasas de crecimiento de los nuevos agregados monetarios ALP y ALP<sub>2</sub>, en 1991, mostraron valores más moderados que los de las definiciones anteriores (10,8% en ambos casos- y perfiles interanuales menos erráticos, a la vez que reflejaron de modo más ajustado la evolución del PIB nominal, al proporcionar una medida menos distorsionada de la liquidez.
- Esta desaceleración del crecimiento monetario en 1991 ha sido compatible con una trayectoria descendente de los tipos de interés nominales, en línea con lo sucedido en otros países industrializa-

dos -a excepción de Alemania- y en coherencia con la acusada desaceleración económica y con la evolución, relativamente favorable, de las tasas de inflación. Sin embargo, en el caso de España, la gran resistencia mostrada por la tasa de inflación hacia su aproximación a la de los países más estables, junto con la reducción de las presiones apreciadoras de la peseta en el SME, contribuyeron a estabilizar los tipos de interés en el segundo semestre del año.

## 2. El tipo de cambio

A lo largo de 1991, el tipo de cambio de la peseta registró diferentes episodios de apreciación y depreciación, aunque con una intensidad relativamente moderada, de forma que la peseta no abandonó, en ningún momento, su posición de moneda más fuerte del S.M.E.

Las causas que motivaron los movimientos del tipo de cambio fueron tanto *internas* -menor estabilidad de los mercados cambiarios internacionales y diferentes posiciones cíclicas de las economías, entre otras -como *externas*- eliminación de tributación sobre rendimientos de deuda pública adquirida por no residentes; supresión del depósito obligatorio del 30% sobre endeudamiento exterior de familias y empresas y expectativas de liberalización completa de movimientos de capitales que, de hecho, se produjo el 1 de febrero de 1992-.

Tras los sucesivos movimientos de apreciación/depreciación de la peseta, en el conjunto del año nuestra moneda se apreció un 0,8% frente al marco y un 0,5% frente al conjunto de monedas de la CE. Por el contrario, se depreció en un 5% respecto del dólar.

De estos resultados globales y teniendo en cuenta las diferentes fases de tensiones pueden extraerse algunas conclusiones:

- La creciente integración de las economías comunitarias y de sus mercados financieros transmite con rapidez a los tipos de cambio las divergencias entre las políticas monetarias. De lo que se deduce la necesidad de una mayor coordinación en este terreno.
- El hecho de que las sucesivas tensiones se hayan solucionado sin recurrir a realineaciones y, a veces, mediante acciones concertadas entre distintos bancos centrales ha contribuido a incrementar la confianza en el SME.

## 3. Agregados monetarios y crediticios

En el primer trimestre de 1991 el levantamiento de los límites de crecimiento del crédito al sector privado indujo un ritmo elevado de expansión de ALP y ALP<sub>2</sub> en torno al 14%, si bien en los nueve meses restantes se produjo una desaceleración que dio lugar a un crecimiento medio alrededor del 10% en dicho período. En el cuarto trimestre la expansión de estas magnitudes se redujo ligeramente como consecuencia del notable crecimiento de los fondos de inversión y de la sustitución de pagarés del Tesoro y pagarés forales por deuda especial que se produjo en diciembre.

El análisis por componentes de la evolución de los agregados monetarios en 1991 muestra que el desplazamiento de fondos hacia ALP, en el primer trimestre del año, se localizó en los depósitos bancarios y en los valores públicos.

Respecto a los agregados más reducidos hay que señalar el notable descenso de sus ritmos de expansión en el curso de 1991:

- M1 comenzó con tasas en torno al 24% para finalizar creciendo el 15%.
- M2 pasó del 18% al 13%.
- Por su parte, M3 creció un 11,6% tras crecer un 14,5% en el primer trimestre. Este agregado es el que ha sido objeto de una mayor transformación para su homogeneización con los de los países comunitarios. En la actualidad, este agregado es similar al que tienen en Alemania y Francia.

En el análisis, por componentes, del *balance medio* de los bancos y cajas de ahorro se aprecia, por el lado del pasivo, un mayor peso relativo de ALP y menor de los pasivos netos no monetarios -cabe destacar en este caso la caída de los depósitos de las Administraciones Públicas, entre otras causas, por el descenso del saldo en circulación de pagarés forales. En cambio, el crecimiento de las cuentas de capital se mantuvo en la línea del año anterior, con un crecimiento en torno al 13%-.

Por el lado de las contrapartidas de ALP, en 1991 cabe señalar la similitud, con respecto a 1990, de la proporción del crédito interno a empresas y familias -crecimiento del 11,3% frente al 20,2% en 1990-; la pérdida de peso relativo del crédito interno a las Administraciones Públicas y la moderada contribución del sector exterior pese a las entradas de capital.

En conjunto, estas tres fuentes financieras de las familias y empresas arrojó un ritmo de expansión del 12,3% en 1991 frente al 14,5% en 1990, manteniéndose, por tanto, la tendencia a la desaceleración iniciada a mediados de 1989. Ello implicó que, si bien el levantamiento de las restricciones sobre el crédito bancario y la financiación exterior produjo un aumento de la demanda de fondos, su efecto sobre la demanda total no fue muy significativo, dada la menor financiación a través de pagarés. La desaceleración de este agregado más amplio refleja la confluencia de varios factores ya aludidos:

- El crecimiento moderado de la actividad requirió menores recursos.
- El aumento del endeudamiento de las familias en el período de auge económico mermó su capacidad para contraer nuevos pasivos.
- El incremento de morosos y fallidos en el declive del ciclo económico restringió la oferta de crédito bancario.
- El desarrollo y consolidación de los mercados de renta fija a medio y largo plazo -con expectativas a la baja de los tipos de interés- desvió hacia ellos una parte importante de la demanda de financiación.

Por instituciones, la distribución del crédito interno muestra una expansión del 14% en la banca privada, del 11% en las cajas de ahorro y del 18% en las cooperativas. El concedido por el crédito oficial, sólo registró un crecimiento del 2,5%.

#### 4. Los mercados monetarios

- La nota característica de estos mercados en 1991 ha sido el predominio de expectativas a la baja de los tipos de interés por las razones de índole monetaria anteriormente señaladas, a las que se añadió, al final del año, el horizonte de la convergencia con la CE.
- En el primer semestre el Banco de España dosificó con cautela el descenso de los tipos de interés con el fin de instrumentar la política monetaria programada y de contrarrestar unas expectativas que se juzgaban excesivamente bajistas.
- El clima de distensión de los mercados y los movimientos de los tipos del Banco de España se reflejaron en el mercado interbancario de depósitos, que registró un descenso entre 2 y 3 puntos porcentuales de las rentabilidades negociadas en el primer semestre, si bien fue más pronunciado en los plazos más largos.
- A lo largo del primer semestre, la caída de tipos fue general en todos los mercados a corto plazo: en el primario de letras del Tesoro a un año los tipos se redujeron 3 puntos porcentuales y una caída similar sucedió en lo relativo a pagarés de empresa.
- La magnitud de este descenso, la rápida aproximación hacia los niveles de los restantes países europeos con menores desequilibrios y la escasa ganancia en la reducción de la inflación, aconsejaron poner fin a esta tendencia bajista de los tipos. De hecho, en el segundo semestre los tipos de intervención se redujeron sólo 0,25% puntos, lo que representó un ajuste hacia los que estaban negociándose en el mercado interbancario y que, tras descender ligeramente entre julio y octubre, repuntaron el alza en noviembre, consolidándose esta tendencia a partir de la reacción del Banco de España de sumarse a la elevación de tipos iniciada por el Bundesbank el 19 de diciembre.
- Sin embargo, a comienzos de 1992, al despejarse muchas de las dudas sobre el proceso hacia la Unión Monetaria, vuelven a surgir las expectativas a la baja de los tipos de interés en los diferentes mercados, especialmente en los de más largo plazo, si bien esta tendencia ha sido contrarrestada por una serie de factores tales como: la persistencia de las tensiones inflacionistas en un buen número de países; la incertidumbre que genera el retraso de la recuperación y las expectativas de una orientación restrictiva de la política monetaria, mientras la política presupuestaria y las demandas salariales no contribuyan a lograr un clima más proclive a la moderación salarial.

#### 5. Los mercados de valores

- Al igual que los monetarios, los mercados de valores nacionales se caracterizaron en 1991 por las acusadas expectativas bajistas de tipos de interés y por el traslado generalizado del descenso de los tipos de intervención a todos los instrumentos y mercados, más acusado en los plazos más largos.
- Se ha producido un incremento significativo de la oferta neta de valores a medio y largo plazo, sustituyendo, en parte, la de valores a corto plazo, en línea con la demanda, que ha mostrado una clara preferencia por los plazos más largos. Ello explica la extraordinaria expansión de los fondos de inversión en 1991 y en los primeros meses de 1992.
- El mercado primario de valores públicos registró en 1991 una emisión neta ligeramente inferior a la de 1990, a pesar de las mayores necesidades de financiación del Estado. En todo caso, hay que

destacar un fuerte aumento en la emisión de deuda a medio y largo plazo que contribuyó al reforzamiento de los mercados secundarios.

- En efecto, el mercado secundario de deuda pública anotada se mostró especialmente activo en 1991, presentando como notas más sobresalientes:

- Un aumento considerable de la negociación efectiva y de la rotación de deuda.
- Un descenso generalizado de los tipos de interés en todos los plazos e instrumentos.

- Este crecimiento del mercado de anotaciones revela que, a pesar de la menor emisión neta de valores públicos negociables en 1991, los agentes prefirieron concentrar sus operaciones en este mercado, frente a los mercados de valores privados. Razones:

- Su mayor liquidez y profundidad.
- Menor diferencial de precios entre compra y venta.
- Posibilidad de una rápida y ágil liquidación.

- En lo relativo a los tipos de interés de los mercados de valores a largo plazo, se aprecia cómo en 1991 los tipos de interés de la deuda anotada se alinearon con los de corto plazo, -caídas y repuntes al alza-. Los efectos de este comportamiento fueron:

- Caída del nivel de la curva de rendimientos por plazos en el mercado de deuda anotada -en términos nominales- respecto de 1990. Al propio tiempo, la evolución de la pendiente negativa experimentó un ligero aumento entre Enero y Diciembre. Lo que pone de relieve el afianzamiento de las expectativas bajistas de los agentes en relación con la inflación y los tipos de interés.
- La deuda pública ofreció, en el curso de 1991, una importante rentabilidad (17,8% por término medio-).
- La evolución del mercado de *renta variable* debe enmarcarse en un contexto de menor crecimiento de la inversión productiva y de los beneficios empresariales. Sin embargo, algunos sectores no se vieron afectados por la desaceleración -construcción, siderurgia y minería-.
- La oferta neta de acciones de empresas no financieras fue en 1991 superior a la de 1990 en un 32%, aunque se produjeron comportamientos muy dispares entre empresas cotizadas y no cotizadas en bolsa.
- A su vez, la oferta de este tipo de acciones mantuvo en 1991 las tendencias de 1990:
  - Importante acumulación de cartera de entidades de crédito y de los no residentes.
  - Mantenimiento de las carteras de instituciones de inversión colectiva y entidades de seguros.

- Reducción superior a la de 1990 de las tenencias de valores de renta variable admitidas a cotización por las familias y empresas no financieras.

Razones de todo ello hay que buscarlas, por un lado, en alta variabilidad de las cotizaciones por motivos políticos y financieros, y, por otro, en la presencia perspectivas pesimistas sobre la evolución de los beneficios empresariales, ante el menor pulso de la actividad económica.

- En 1991, los precios de las bolsas de valores registraron fuertes oscilaciones, aun cuando el resultado final fue de una moderada revalorización, a la que contribuyeron las tendencias más alcistas de los sectores con precios administrados y los vinculados al gasto en consumo: subidas del 42% en comunicaciones; 26% en alimentación y 22% en el sector eléctrico.

## 6. Las operaciones bancarias

- En 1991 se registraron reducciones en los tipos de nuevas operaciones de bancos y cajas de ahorro, aunque no se reflejaron en la evolución de sus estados financieros. Razones:
  - Sustitución de cuentas no remuneradas por cuentas de alta remuneración, dentro de las cuentas corrientes y de ahorro.
  - Reducción de tipos en las cuentas a plazo, muy concentrada en el segundo trimestre, cuando estas cuentas registraron un crecimiento muy moderado, mientras en el primer semestre, los tipos habían continuado aumentando.
- Las presiones al alza en los costes de los recursos en pesetas de clientes contribuyeron a que los descensos en los tipos de las operaciones de activo fueran más moderados de lo que hubieran podido ser en un entorno de menor competencia. Esto unido a que gran parte del crecimiento anual de los créditos nuevos en pesetas al sector privado se concentró en el último trimestre del año, hizo que las rebajas en los tipos no se reflejaran en la cuenta de resultados. Además, las revisiones de tipos se suelen hacer semestral o anualmente, con lo que, durante 1991, no habrían recogido las reducciones que se produjeron. Este último fenómeno tiene especial relevancia en el caso de los créditos hipotecarios cuyo peso en el total del crédito está aumentado significativamente.
- El fuerte aumento de la *morosidad* en 1991 (3,4% en la banca y 3,8% en las cajas de ahorro) también ha contribuido a entorpecer los mecanismos de transmisión. Por otro lado, los saldos morosos suponen unos recursos inmovilizados que contribuyen a alterar, de manera no deseada, la posición de riesgo, al no cobrarse a su vencimiento. Esto hace que el rendimiento medio del crédito sea menos sensible a los movimientos a corto plazo de los tipos de interés.
- En el resto de los epígrafes del balance se han producido movimientos que han favorecido la efectividad de la política monetaria, tales como:
  - La continuación del proceso de reducción de coeficientes y
  - El mayor peso de la financiación en moneda extranjera.

La suma de todos los movimientos comentados ha provocado una ligera reducción del margen financiero, algo mayor en los bancos que en las cajas de ahorro, ya que los primeros sufrieron mayores caídas en el rendimiento medio de su inversión crediticia por el mayor desplazamiento de sus créditos hacia finalidades con menores tipos de interés -sector público, hipotecarios-.