

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

febrero 1979

## Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- \* Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M<sub>1</sub> Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M<sub>2</sub> M<sub>1</sub> + Depósitos de ahorro.
- M<sub>3</sub> Disponibilidades líquidas = M<sub>2</sub> + Depósitos a plazo.
- T<sub>1</sub><sup>1</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$ . Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T<sub>1</sub><sup>3</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$ . Centrada con un mes y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T<sub>3</sub><sup>3</sup> Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$ . Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.



## Indice

### Página

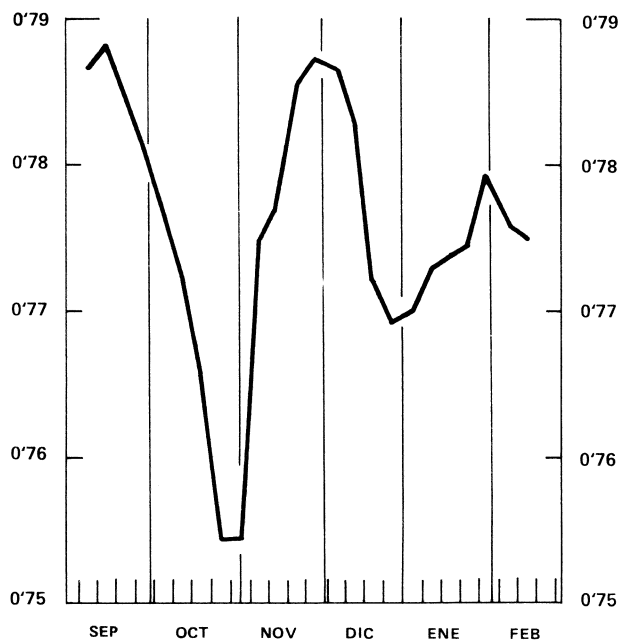
- 4 Economía internacional
- 7 La evolución monetaria
- 15 Actividad y empleo
- 18 Sector exterior
- 21 La balanza de pagos de España en 1978
- 27 La deuda exterior de España a largo plazo
- 31 El Banco de España y el mercado de deuda pública
- 35 Circulares del Banco de España
  - Circular a la banca privada N.º 157
  - Circular a las cajas de ahorro N.º 39

# Economía internacional

El comienzo de 1979 ha coincidido con un nuevo período de agitación e incertidumbre en los mercados de cambios. La causa principal de esta situación ha sido la prolongada crisis política de Irán, cuyas consecuencias económicas para los demás países —derivadas fundamentalmente de la disminución en la oferta de petróleo— continúan todavía sin definirse en su dimensión plena, ante la propia indeterminación del fenómeno político originario. Dentro de las monedas más importantes desde el punto de vista del comercio internacional, ha sido el dólar USA el afectado de forma más directa, evidenciándose una vez más la fragilidad de la recuperación que pareció iniciarse a partir del 1 de noviembre de 1978. En las siete primeras semanas de 1979, sin embargo, al contrario de lo sucedido en diciembre del año anterior, la cotización de la divisa americana —con relación a la última semana de 1978 y después de registrar diversos altibajos—, terminó apreciada en cerca de un punto porcentual respecto de su valor medio en derechos especiales de giro (D.E.G.).

La intervención de los bancos centrales en apoyo del dólar USA fue bastante frecuente y en la segunda y tercera semana de febrero las compras de dicha moneda alcanzaron cifras considerables. Esta vigilancia de las autoridades monetarias sobre los mercados explica que el deterioro en el ambiente de

## 1. Valor del dólar en derechos especiales de giro ( $\phi$ )



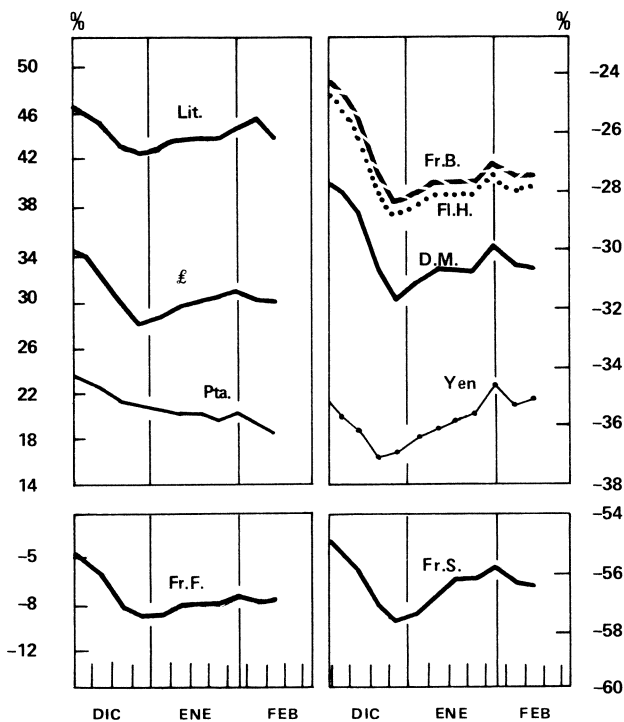
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

los mercados no se haya traducido en fuertes oscilaciones en los tipos de cambios, siendo el franco suizo y el yen japonés las divisas que más se han depreciado en términos de D.E.G., con unas pérdidas del 1,9% y el 1,6%, respectivamente. La peseta fue la moneda cuyo valor en D.E.G. registró una mayor apreciación durante el período, cerca de un 2,7%, seguida del dólar USA. La lira italiana terminó la tercera semana de febrero al nivel de finales de diciembre del año pasado y las demás monedas se depreciaron en cuantías que no alcanzan al 1%.

Las circunstancias que han afectado a los mercados de cambios en los primeros días de 1979 pueden tener unas consecuencias más que transitorias en un próximo futuro. Tras el corte de suministro de petróleo en Irán el panorama ha vuelto a ensombrecerse con la elevación en un 5% por dos emiratos árabes, del precio del crudo ligero, decisión que ha sido seguida hasta el momento por Libia. Dejando de lado otras consideraciones, desde el ángulo de observación del análisis cambiario, para aquellos que cifraban la recuperación de la divisa de los Estados Unidos en el enderezamiento de su balanza de pagos y en la desaceleración de su inflación, estos acontecimientos habrán de influir de forma más negativa que para los que mantienen que la mejora del dólar ha de venir de la mano del diferencial de los tipos de interés. En cualquier caso, las previsiones sobre la evolución de la balanza americana por cuenta corriente, inicialmente bastante optimistas<sup>1</sup>, tendrán que ser revisadas, no sólo por el mayor coste del petróleo sino también porque la desaceleración de la economía americana no parece que vaya a producirse en 1979 de una forma tan rápida como se esperaba, sobre todo partiendo del elevado ritmo de actividad que mantenía en el cuarto trimestre de 1978 en el que el producto nacional americano aumentó un 6,4%. Asimismo, la reactivación de las economías europeas que prometen ser más dinámicas (Alemania y, en menor medida, Francia e Italia) no pasará de ser modesta, al tiempo que Japón y Canadá verán reducir su actividad. A la vista de ello no parece que el denominado «gap» o desfase de actividad entre estos países y Estados Unidos pueda disminuir este año en la cuantía necesaria para modificar de forma sustancial la balanza comercial de este último. Por el lado de la inflación, el año ha comenzado con unas fuertes subidas en enero de los índices de precios americanos al por mayor —un 1,3%— y al consumo —un 0,9—, aun cuando sus efectos sobre la competitivi-

## 2. Cotización al contado del dólar ( $\phi$ )

Apreciación (+) o depreciación (–) del dólar frente a las siguientes monedas (a)



a) Variación porcentual sobre los últimos tipos centrales para cada moneda.

dad se verán paliados, en parte, por las fuertes subidas registradas en los precios interiores de Alemania y Suiza, con unos aumentos del 1% y el 0,4% en los índices respectivos de precios al consumo en el mismo mes de enero.

Los tipos de interés del dólar y del eurodólar, por su parte, registraron un apreciable descenso en lo que va transcurrido de 1979. Esta caída ha venido propiciada en gran medida por la Reserva Federal que ha suavizado, con su actuación posterior en el mercado de dinero, las tensas condiciones monetarias creadas por las tan citadas medidas de primero de noviembre de 1978. En esta evolución de los tipos de interés americanos algunos observadores han visto una mayor confianza de las autoridades de los Estados Unidos en el comportamiento de su moneda, actitud que se intenta difundir en todas las declaraciones oficiales en las que se reafirma el deseo y la posibilidad de mantener unas condiciones ordenadas en los mercados. Otros analistas, sin embargo, ven detrás de esa caída del precio del dinero en Estados Unidos la intención de difundir en

1. Las diferentes estimaciones realizadas con anterioridad a la crisis de Irán cifraban el déficit de la balanza americana por cuenta corriente en 1979 entre 7.000 y 12.000 millones de dólares, y una situación cercana al equilibrio para 1980.

## 1. Cotización al contado de las principales monedas (ϕ)

Semana del 12 al 16 de febrero de 1979

Cotización frente al dólar USA			
Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)		
	Respecto de la semana del 26-29 de diciembre de 1978	Respecto de la última semana de 1977	
Yen japonés	199,86	-2,90	20,12
Franco suizo	1,67	-2,73	21,40
Libra esterlina (b)	2,00	-1,53	5,07
Marco alemán	1,85	-1,59	14,21
Franco belga	29,21	-1,22	13,08
Florín holandés	2,00	-1,37	14,42
Franco francés	4,26	-1,73	10,80
Lira italiana	838,06	-1,00	4,26
Peseta	69,09	1,61	17,34

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al dólar USA.

(b) En dólares USA por unidad nacional.

Valor del derecho especial de giro			
Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)		
	Respecto de la semana del 26-29 de diciembre de 1978	Respecto de la última semana de 1977	
Dólar USA	1,29	0,88	-6,00
Yen japonés	275,48	-1,62	13,18
Franco suizo	2,15	-1,85	14,01
Libra esterlina	0,64	-0,48	-0,95
Marco alemán	2,39	-0,56	7,31
Franco belga	37,72	-0,37	6,16
Florín holandés	2,59	-0,50	7,53
Franco francés	5,50	-0,76	3,93
Lira italiana	1.081,08	0,05	-2,12
Peseta	89,03	2,69	10,30

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al D.E.G.

el tiempo los efectos de su política monetaria restrictiva ante el temor de un crecimiento del paro. Por lo que respecta a los mercados monetarios europeos las tendencias son divergentes. Inglaterra y Alemania mantienen políticas monetarias restrictivas mientras que Bélgica, Holanda y, en menor medida, Italia y Francia han suavizado sus condiciones monetarias. Y así —por citar algunas medidas recientemente adoptadas— mientras en Inglaterra se elevaba el «minimum lending rate» del 12,5% al 14% al comienzo de febrero y en Alemania se elevaban las

reservas mínimas obligatorias y se reducían los límites de redescuento, en Bélgica se disminuía el tipo «lombard» en medio punto. Esta diferente actuación de las autoridades monetarias en unos y otros países coincide en el tiempo con las discusiones sobre la puesta en marcha del Sistema Monetario Europeo.

Finalmente, el precio del oro osciló a lo largo de las siete primeras semanas de enero dentro de una tendencia claramente alcista, pasando el «fixing» de las 15,30 del mercado de Londres de un valor de 226 dólares la onza a finales de diciembre de 1978 a 247,05 dólares la onza el 16 de febrero de 1979. La cotización más alta del periodo de referencia fue alcanzada el día 7 de febrero en que se situó en 251,6, siendo también este valor el más alto conocido, hasta el momento, de dicho «fixing».

26-XI-79

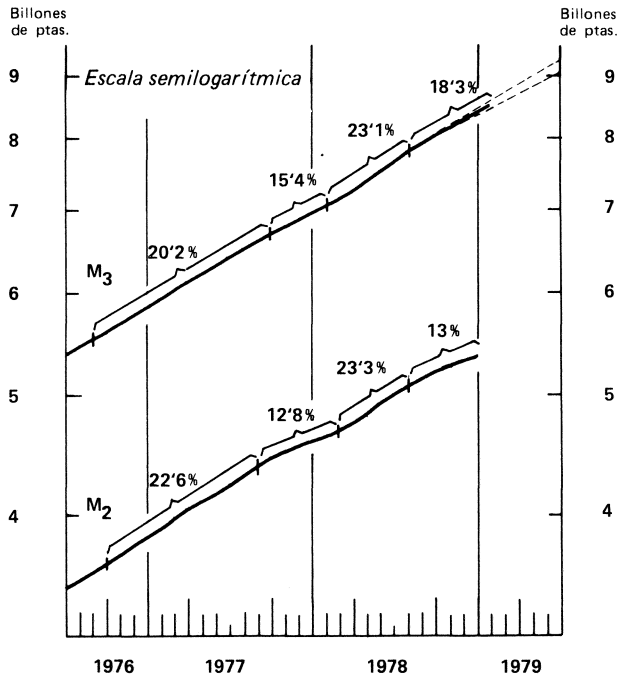
# La evolución monetaria

Tras el ajuste a la baja del ritmo de expansión del sistema bancario llevado a cabo en los últimos meses de 1978, se registró en enero una recuperación notable del crecimiento de las disponibilidades líquidas, situándose la tasa de incremento acumulado del saldo medio de noviembre-diciembre-enero en 18,1% respecto al del período agosto-septiembre-octubre de 1978. Correlativamente, se apreció una cierta distensión del mercado crediticio, acompañada de un desarrollo fluido, con tipos a la baja, del mercado interbancario. Esta distensión de la actividad de los mercados monetarios y crediticios tuvo lugar a pesar de los problemas de control planteados por la acción expansiva de los factores autónomos de creación de liquidez, que obligó al Banco de España a ejercer una importante actividad compensatoria mediante la colocación de bonos del Tesoro, la reducción de los créditos de regulación y la constitución, en fin, de depósitos obligatorios remunerados.

## Los agregados monetarios

Durante el primer mes de 1979 las magnitudes monetarias experimentaron una aceleración en relación a los ritmos muy contenidos de los meses precedentes. La tasa de crecimiento de  $M_3$  para el período julio-enero se situó en el 18,3%, con un

### 1. Agregados monetarios ( $\phi$ , \*)

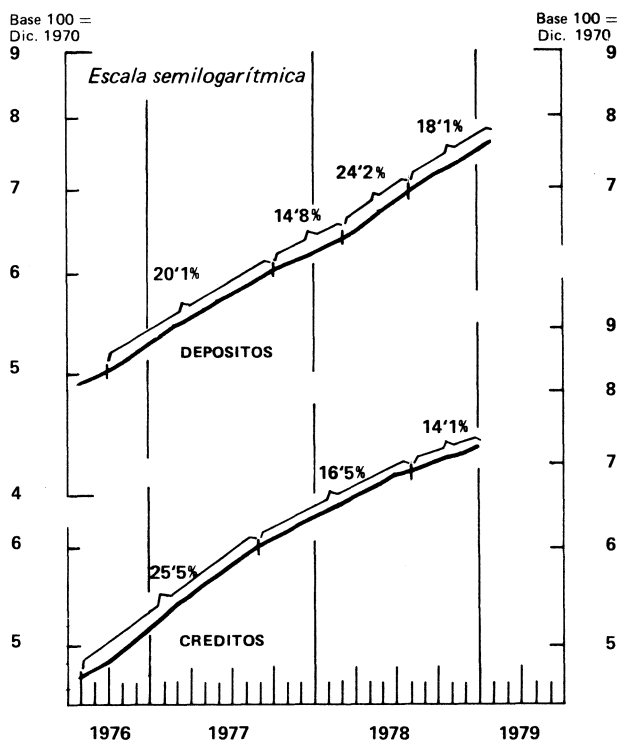


## 1. Agregados monetarios ( $\phi$ , \*)

	M <sub>3</sub>		M <sub>2</sub>	
	Saldo		Saldo	
<b>1978</b>				
SEP	8.087		5.214	
OCT	8.197		5.265	
NOV	8.304		5.318	
DIC	8.410		5.370	
<b>1979</b>				
ENE	8.549		...	
	$T_1^1$	$T_1^3$	$T_1^1$	$T_1^3$
<b>1978</b>				
SEP	22,4	18,2	19,3	13,3
OCT	17,5	18,9	12,4	14,8
NOV	16,9	16,9	12,7	12,5
DIC	16,4	18,4	12,4	...
<b>1979</b>				
ENE	21,9		...	

avance mensual que ascendió en enero al 21,8% (cuadro 1). No es posible delimitar por el momento si la evolución del último mes responde a un cambio de tendencia tras la desaceleración anterior o se trata de una desviación episódica dentro del com-

## 2. Sistema bancario ( $\phi$ , \*)



portamiento de los agregados monetarios tendente a alinearse con los objetivos perseguidos. Hay que subrayar que la propia definición utilizada para las tasas mensuales las hace enormemente sensibles a cualquier variación, de tal modo que oscilaciones de tres o cuatro puntos en dichas tasas no deben automáticamente ser interpretadas como cambios de tendencia consolidados. En este sentido, las previsiones realizadas para febrero en base a los datos disponibles no apuntan hacia la intensificación del ritmo expansivo de enero.

La importancia del ajuste llevado a cabo en el último trimestre de 1978 fue más notable si se centra la atención sobre M<sub>2</sub> (cuadro y gráfico 1). Ello se debió a la persistencia del desplazamiento de los depósitos del sistema bancario hacia formas menos líquidas como los depósitos a plazo, que estuvo en cierta medida relacionada con la contención experimentada por el crédito bancario durante ese período.

Entre los componentes de M<sub>3</sub> (cuadro 2), se observa que el efectivo en manos del público mantuvo un crecimiento en el período julio-enero del 19,8%, con un avance en el último mes ligeramente más

## 2. Componentes de M<sub>3</sub> ( $\phi$ , \*)

	Efectivo en manos del público			Depósitos del sistema bancario		
	Saldo	$T_1^1$	$T_1^3$	Saldo	$T_1^1$	$T_1^3$
<b>1978</b>						
SEP	845	25,2	20,5	7.222	22,4	17,8
OCT	858	20,1	21,7	7.318	17,1	18,8
NOV	872	20,1	18,9	7.414	16,9	16,7
DIC	883	16,8	19,1	7.507	16,1	18,4
<b>1979</b>						
ENE	897	20,9		7.633	22,1	

## 3. Depósitos del sistema bancario ( $\phi$ , \*)

	Depósitos en la banca			Depósitos en las cajas		
	Saldo	$T_1^1$	$T_1^3$	Saldo	$T_1^1$	$T_1^3$
<b>1978</b>						
SEP	4.672	23,8	17,5	2.550	19,9	18,3
OCT	4.740	18,9	20,0	2.578	13,8	16,5
NOV	4.804	17,6	17,1	2.610	15,8	16,0
DIC	4.861	15,0	17,5	2.646	18,2	20,0
<b>1979</b>						
ENE	4.935	20,0		2.698	26,0	



#### 4. Depósitos del sistema crediticio (\*)

Datos a fin de mes

	Depósitos totales	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
<b>1978</b>				
JUL	7.251	2.117	2.349	2.785
AGO	7.344	2.124	2.376	2.844
SEP	7.457	2.145	2.408	2.903
OCT	7.557	2.170	2.427	2.960
NOV	7.643	2.182	2.449	3.012
DIC	7.750	2.175	2.507	3.068
	$T_1^3$	$T_1^3$	$T_1^3$	$T_1^3$
JUL	22,3	16,3	21,3	27,9
AGO	20,0	11,0	19,5	27,7
SEP	18,0	10,5	14,0	27,6
OCT	17,3	11,3	12,9	25,8
NOV	16,7	5,6	17,6	24,7
DIC	(18,1)	(-4,0)	(32,7)	(24,6)

En el último mes se incluye, entre paréntesis, la  $T_1^1$  en la columna  $T_1^3$ .

elevado. Sin embargo, el crecimiento de los tres últimos meses se mantuvo en el 19,3%. Los depósitos del sistema bancario experimentaron también en enero un ritmo de avance superior al de los dos meses anteriores, elevándose su tasa de crecimiento mensual al 22,1%, lo que significó un crecimiento acumulado en el último semestre del 18,1%. La mayor contribución a este crecimiento de los depósitos procedió (cuadro 3) del avance experimentado en enero por las cajas de ahorro, cuyo ritmo de crecimiento a lo largo de los últimos doce meses se mantuvo prácticamente alineado con el de la banca.

Los datos de la distribución por clases de depósitos fueron corregidos de estacionalidad con cifras a diciembre de 1978, lo que explica la modificación de las series incorporadas en el cuadro 4. Continúa apreciándose el desplazamiento de la estructura de depósitos hacia los depósitos menos líquidos, ya sean a plazo o de ahorro. A lo largo de 1978, el fenómeno se reflejó con especial intensidad en el crecimiento de los depósitos a plazo, como ya se comentó en meses anteriores. Asimismo, el crecimiento de los depósitos de ahorro mostró, durante los últimos meses, tasas ligeramente más elevadas que los depósitos a la vista, lo que concuerda con el proceso que se produce en los periodos de contención monetaria. Sin embargo, la gran disparidad que se observa en las tasas mensuales de diciembre

no debe ser interpretada, por el momento, como una intensificación de este fenómeno, ya que los datos de fin de mes se encuentran con frecuencia sometidos a elementos erráticos que no son siempre convenientemente subsanados por la corrección de estacionalidad.

#### El sistema bancario

Durante los meses de diciembre y enero, se registró una fuerte actuación expansiva de los factores autónomos de creación de liquidez, particularmente protagonizada por el sector público durante la última parte de diciembre. El sector exterior continuó mostrándose expansivo en relación al comportamiento habitual en esta época del año. Por ello, para mantener los objetivos de expansión monetaria, el Banco de España tuvo que reducir la financiación, libremente disponible para adquirir activos rentables sobre el resto de la economía, que proporciona al sistema bancario. Una vez que se tiene en cuenta el componente estacional, esa reducción, en términos de saldos medios mensuales, fue especialmente importante en el mes de enero. Como consecuencia, la aceleración del ritmo de expansión de los depósitos, antes descrita, no se reflejó plenamente en el ritmo de crecimiento de los activos netos del sistema bancario.

#### 5. Crédito al sector privado (\*)

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de Ahorro	Crédito Oficial
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
<b>1978</b>				
JUL	6.942	5.037	1.343	558
AGO	6.987	5.052	1.366	565
SEP	7.067	5.101	1.392	571
OCT	7.113	5.116	1.413	581
NOV	7.177	5.149	1.437	588
DIC	7.453	5.202	1.452	594
	$T_1^3$	$T_1^3$	$T_1^3$	$T_1^3$
JUL	14,4	11,0	25,4	20,9
AGO	11,6	7,8	25,3	15,1
SEP	10,2	6,4	22,4	17,6
OCT	11,3	7,8	22,5	16,8
NOV	11,0	8,2	18,5	17,5
DIC	(13,4)	(13,2)	(13,3)	(14,7)

En el último mes se incluye, entre paréntesis, la  $T_1^1$  en la columna  $T_1^3$ .

Al considerar los datos de fin de mes, cuya última cifra disponible corresponde a diciembre, se apreció en ese mes un importante aumento de los bonos de caja en poder del público, 7,5 m.m., que contrastó con el descenso observado en los doce meses precedentes (-5,8 m.m.).

El crédito proporcionado por el sistema bancario al sector privado (cuadro 5) registró en el mes de diciembre un ligero avance de su ritmo de expansión tras las tasas muy contenidas de los meses anteriores. El ritmo de crecimiento diciembre sobre diciembre del año anterior se situó en el 14%, con mayor debilidad en los cinco últimos meses del año, en que su crecimiento sólo superó ligeramente el 11%. Conviene señalar, sin embargo, que cuando se tiene en cuenta el efecto producido por la revaluación de la peseta sobre la valoración de los saldos de créditos en moneda extranjera concedidos por las entidades bancarias a residentes españoles, aquella cifra de expansión anual se puede elevar en una cuantía próxima al punto porcentual.

La gran disparidad que se vino registrando entre los ritmos de crecimiento de las distintas instituciones apareció rota en las cifras de diciembre (cuadro 5). En buena parte, esta última cifra mensual puede venir afectada por regularizaciones de la cartera de créditos de las cajas, si bien también se aprecia durante este último mes un aumento de los depósitos de las cajas en la banca por importe de unos 40 m.m., que corrige, en parte, las importantes reducciones de saldos registradas a lo largo del año.

Finalmente, y en relación con el mercado de crédito, ha de reseñarse que, en el mes de enero, se apreció una cierta distensión que debe de haber contribuido a reducir el grado de racionamiento y a paralizar el aumento de los tipos de interés que se venía registrando en la última parte del año.

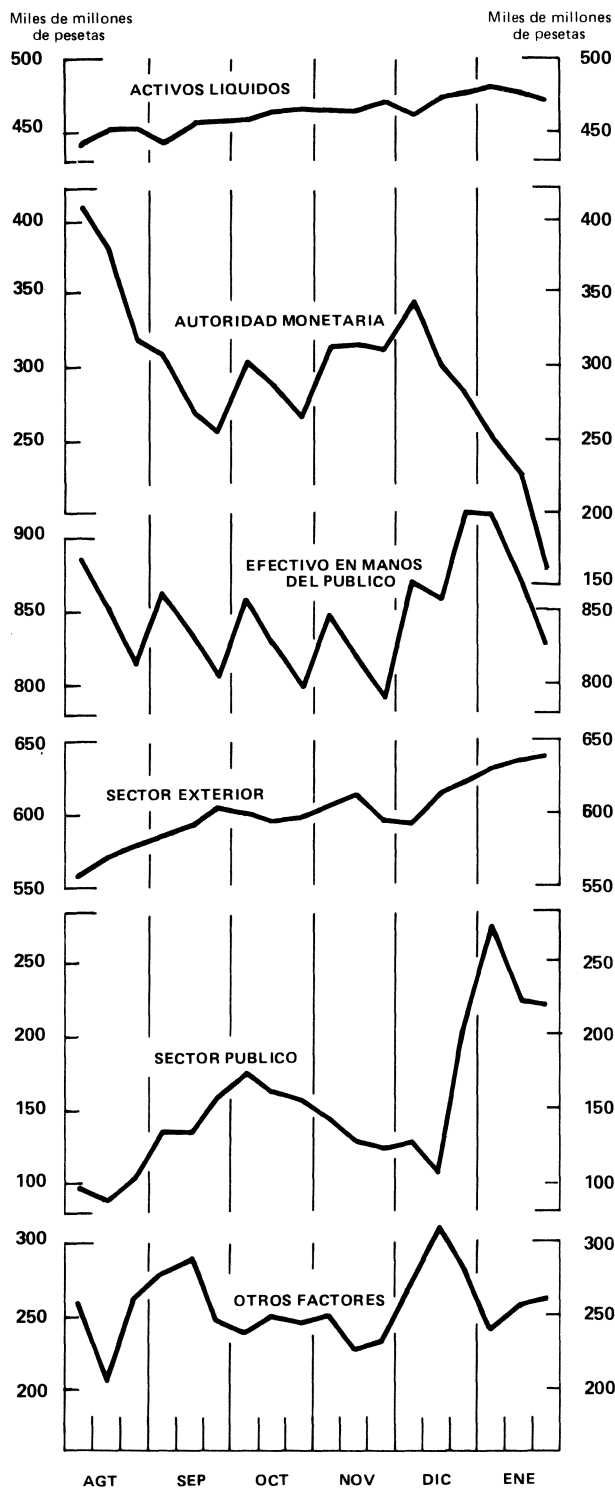
## La intervención monetaria

A pesar del importante comportamiento expansivo de los factores autónomos durante el mes de enero, el nivel de activos líquidos mantenidos por el sistema bancario se situó dentro de los márgenes programados.

El descenso estacional del saldo del efectivo en manos del público que se produce durante esta época del año y el comportamiento siempre expansivo del sector exterior exigió una importante acción compensadora, que el Banco de España llevó a cabo mediante la reducción de los créditos de regulación, la colocación de bonos del Tesoro y el establecimiento de depósitos obligatorios remunerados.

## 3. Activos líquidos ( $\phi$ )

Factores de creación



Los créditos de regulación monetaria, cuyo saldo a final de año se elevaba a tan sólo 40 m.m., se vieron reducidos prácticamente a cero. Como consecuencia, salvo en tres ocasiones aisladas, en las dos últimas decenas de enero no se llegó a realizar concesiones por el sistema de subasta. La pérdida de capacidad de drenaje mediante la cancelación de créditos de regulación hizo que los bonos del Tesoro pasasen a jugar un papel primordial, evitando los problemas de pérdida de control monetario. Los saldos de bonos en poder de las instituciones bancarias alcanzaron a finales de enero máximos históricos, elevándose sus medias decenales a 45 m.m., 48 m.m. y 78 m.m. en las tres decenas del mes. Y a ello hay que añadir la entrada en vigor, a partir del 20 de enero, del depósito obligatorio remunerado, en la forma descrita en la nota del mes anterior, que supuso de modo inmediato la inmovilización de activos líquidos por importe de 20 m.m., elevándose a 40 m.m. el último día de enero.

La flexibilización de los plazos de colocación por parte del Banco de España, adaptándolos a los habitualmente practicados en el mercado interbancario, y la aplicación de tipos de interés alineados con el mercado han contribuido a generar la demanda de bonos del Tesoro necesaria para mantener los niveles de activos líquidos compatibles con los objetivos de expansión monetaria. Los tipos de interés de los bonos a 30 días estuvieron situados en el 17% en la parte central del mes de enero, para descender hasta el 12,5% a final de mes, acompañando al mercado en su evolución (cuadro 8).

En el mes de enero, y con el fin de evitar diferencias de interpretación en la aplicación de la regu-

## 6. Banco de España: creación de activos líquidos ( $\phi$ )

Variaciones absolutas

	NOV	DIC	ENE
<b>Activos líquidos</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>1,7</b>
Computables	4,2	-0,7	4,0
No computables	-0,8	4,8	-2,3
<b>CONTRAPARTIDAS:</b>			
<b>Efectivo</b> (aumento: -)	<b>9,3</b>	<b>-63,4</b>	<b>21,1</b>
<b>Otros factores autónomos</b>	<b>-35,2</b>	<b>72,9</b>	<b>74,2</b>
Sector exterior	5,8	7,8	21,7
Sector público	-33,1	12,7	81,1
Otros	-8,0	52,4	-28,6
<b>Autoridad monetaria</b>	<b>29,3</b>	<b>-5,4</b>	<b>-93,6</b>
Créditos al sistema bancario	35,5	-20,7	-66,3
Bonos del Tesoro	-6,2	15,3	-18,4
Depósitos remunerados	-	-	-8,9

## 7. Excedente de caja legal ( $\phi$ )

Porcentajes

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
<b>1978</b>			
JUL	0,12	0,10	0,15
AGO	0,10	0,10	0,13
SEP	0,10	0,09	0,11
OCT	0,07	0,06	0,09
NOV	0,06	0,05	0,10
1.ª dec.	0,08	0,08	0,08
2.ª dec.	0,06	0,05	0,08
3.ª dec.	0,05	0,01	0,13
DIC	0,11	0,09	0,14
1.ª dec.	0,07	0,07	0,08
2.ª dec.	0,09	0,04	0,16
3.ª dec.	0,16	0,16	0,17
ENE	0,09	0,09	0,11
1.ª dec.	0,10	0,10	0,10
2.ª dec.	0,09	0,08	0,10
3.ª dec.	0,09	0,08	0,12

lación de los depósitos de ahorro-emigrante, se dictaron normas que, a efectos del cumplimiento de los coeficientes legales, equiparan dichos depósitos a los de pesetas convertibles. Ello ha supuesto la exclusión del cómputo del coeficiente de caja de pasivos por importe de unos 30 m.m. y la correspondiente liberación de activos líquidos.

Con el inicio de febrero comienza a hacerse efectiva la aplicación de límites de redescuento a las cajas de ahorro por un importe máximo equivalente al 10% de sus recursos propios. La formalización de estos límites se realiza mediante póliza de crédito personal garantizada por fondos públicos, aplicándose por tanto el mismo sistema vigente para la banca desde el mes de enero. En el caso de las cajas, la disposición de esta línea de crédito está sometida a la restricción de que el saldo dispuesto no supere en ningún caso el 80% de su cartera de efectos no vencidos.

## Situación de liquidez y mercados monetarios

Tras el deterioro del nivel de excedentes de liquidez experimentado en noviembre, el proceso de su reconstrucción se prolongó durante todo el mes de diciembre, situándose aquéllos a lo largo de las dos primeras decenas de enero en 0,09% o 0,10%, niveles en torno a los cuales se puede cifrar en la actualidad la demanda «a largo plazo» de excedentes por parte de las instituciones bancarias. Correlativamente, el mercado interbancario se desarrolló

## 8. Tipos de mercado monetario ( $\phi$ )

	Interbancarios		Banco de España			
	Día a día	Una semana	Un mes	Marginal de la subasta a un día	Medio de la subasta a un día	Coste medio de la financiación al sistema bancario
JUN	17,2	16,7	17,1	19,3	20,4	7,2
JUL	27,2	26,3	24,5	24,7	27,1	10,6
AGO	40,8	37,9	37,4	33,9	37,5	13,3
SEP	26,5	26,3	28,0	28,3	30,6	9,8
OCT	40,2	38,2	36,4	35,1	38,9	13,7
NOV	40,6	44,7	46,8	31,8	38,1	14,7
1.ª dec.	47,5	48,3	49,5	37,1	46,3	..
2.ª dec.	41,4	47,8	50,7	32,5	38,5	..
3.ª dec.	34,6	39,2	41,7	27,1	31,4	..
DIC	16,8	17,9	22,8	12,5	15,3	8,8
1.ª dec.	23,1	24,7	29,7	15,5	20,5	..
2.ª dec.	16,0	17,0	21,4	11,7	14,3	..
3.ª dec.	12,1	13,0	18,4	10,8	11,8	..
ENE	11,6	12,7	17,1	11,1	12,0	6,4
1.ª dec.	12,4	12,8	17,5	11,8	12,5	..
2.ª dec.	13,4	13,2	18,3	9,5	11,4	..
3.ª dec.	9,1	12,2	15,6	10,1	10,1	..

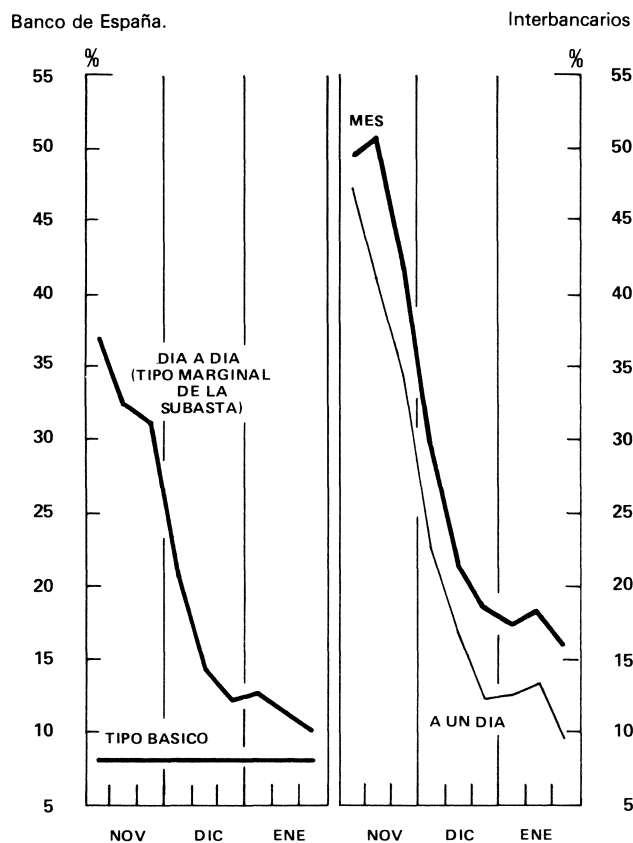
durante esos dos primeros tercios del mes con suma fluidez y niveles de precios muy estables. La evolución de la tercera decena puede haber estado condicionada por la exclusión durante ella de los depósitos de ahorro-emigrante del cómputo del coeficiente de caja, ya que, a efectos de previsión de las necesidades de tesorería, su salida del sistema de cómputo ha podido ser tenida en cuenta con anterioridad a su asiento contable por las entidades afectadas. Por otra parte, las mayores disponibilidades de crédito al sector privado deben estar contribuyendo a reducir el exceso de demanda que se apreciaba en ese mercado durante los meses de ajuste más intenso del ritmo de expansión bancario, lo que permite una evolución más relajada del mercado interbancario.

Los tipos de interés medios de las operaciones día/día en el mercado interbancario se situaron en el 12,5% en la primera decena y el 13,5% en la segunda, descendiendo al 9% en la tercera. Las operaciones a un mes también experimentaron esa pequeña inflexión al alza en la segunda decena y el descenso decidido en la tercera, con medias decenales de 17,5%, 18,3% y 15,6% respectivamente. La diferencia entre los tipos día/día y a un mes se mantuvo elevada por la proximidad de los fuertes drenajes de fondos que las entidades bancarias experimentan en el mes de febrero, como consecuencia de importantes pagos de impuestos y del cum-

plimiento del coeficiente de inversión. Los volúmenes sobre los que ha operado el mercado se elevaron, en enero, notablemente en relación a los de los cuatro meses anteriores, situándose el saldo vivo medio del mes en 159 m.m.

Un hecho que puede tener gran importancia para el futuro desenvolvimiento del mercado interbancario es la constitución por las entidades bancarias de carteras de bonos del Tesoro de volumen significativo. Por una parte, su constitución puede significar la creación de segundas líneas de liquidez que permitan un comportamiento más flexible del sistema. La existencia de volúmenes importantes, y los casi 100 m.m. de finales de enero lo son, pone por otro lado las bases para el nacimiento de un mercado secundario que opere con estos títulos, para lo que se requiere una regulación ágil de este tipo de operaciones. La mayor ventaja que aportaría la generalización de esta operatoria, es que con ella se obviarían los problemas de garantía de las operaciones

## 4. Tipos de interés ( $\phi$ )



interbancarias, que hoy constituyen una de las cuestiones frente a las que el mercado muestra gran sensibilidad.

## El mercado de valores

El mercado de emisiones estuvo sometido durante el cuarto trimestre de 1978 a una presión creciente que alcanzó su máxima intensidad en el mes de diciembre. En dicho trimestre, el sector público acudió al mercado por un importe total de 56,6 m.m. de pesetas, lo que supuso un tercio del recurso total durante el año. Una buena parte de aquella cantidad correspondió al mes de diciembre, ya que la deuda amortizable del Estado al 10,25% de 17 de noviembre, aunque formalmente suscrita en esa fecha, fue adquirida por el público en proporción considerable a lo largo del mes de diciembre, con arreglo a la posibilidad abierta en las disposiciones que regularon la emisión. Fue, pues, la Administración Central el principal demandante de fondos en el mercado, no sólo en el trimestre de referencia sino en el conjunto del año, y eso aun prescindiendo de

las emisiones de cédulas para inversiones. Siguió en importancia el Instituto Nacional de Industria con casi 20 m.m. de pesetas emitidos en 1978 en obligaciones, en términos netos, -2,8 m.m. en diciembre-, aunque no agotó los 28 m.m. de la emisión de obligaciones autorizada para 1978.

A esas cuantiosas emisiones públicas se sumó un volumen aún mayor -74 m.m. de pesetas en el cuarto trimestre- de emisiones privadas, tanto de sociedades financieras como de no financieras. En las primeras, hay que destacar los 6,9 m.m. de pesetas -7,3 m.m. en diciembre- que aportaron los bonos de caja en términos netos, lo que equivale al 56% del total neto captado por los bancos industriales mediante este instrumento en 1978. En las segundas, por el contrario, la expansión de mayor volumen vino por las acciones, mientras las obligaciones se mantuvieron en un nivel muy discreto, sólo superior, dentro del año, al de noviembre. Las emisiones de acciones, con 28,4 m.m. de pesetas en diciembre, ascendieron ligeramente por encima de la tercera parte del total anual para 1978.

Para el conjunto del año citado los recursos obtenidos mediante emisiones por el sector público as-

### 9. Emisiones netas (a) de valores en 1978

m.m. de pesetas

	1977	1978	IV TR	
			1977	1978
<b>Públicas</b>	137,4	185,8	43,2	56,6
Administración Central (b)	110,0	158,1	31,6	51,6
<i>Cédulas</i>	96,3	125,0	17,3	22,7
<i>Otros</i>	13,7	33,1	14,3	28,9
INI	17,9	19,7	11,6	5,0
Otros (c)	9,5	14,0	-	-
<b>Privadas (con aportación)</b>	265,0	244,0	55,0	74,0
<i>Acciones</i>	90,7	112,3	22,1	53,9
<i>Renta fija</i>	174,3	131,6	22,9	20,1
S. Financieras (d)	49,6	40,0	12,0	17,8
<i>Acciones</i>	26,0	27,7	5,3	10,9
<i>Bonos</i>	23,6	12,3	6,7	6,9
S. No Financieras	215,4	203,9	43,0	56,2
<i>Acciones</i>	64,7	84,6	26,8	43,0
<i>Obligaciones (a)</i>	150,7	119,3	16,2	13,2
Pro memoria: Emisiones privadas sin aportación	54,1	77,2	37,0	51,2
<i>Financieras</i>	0,3	1,0	-	0,6
<i>No Financieras</i>	53,8	76,1	37,0	50,9

- (a) Las emisiones de obligaciones no bancarias son brutas.  
 (b) Excluidos pagarés y bonos del Tesoro.  
 (c) La información que no se refiere a emisiones del Crédito Oficial es fragmentaria.  
 (d) Excluidas las participaciones de Fondos de Inversión mobiliaria.

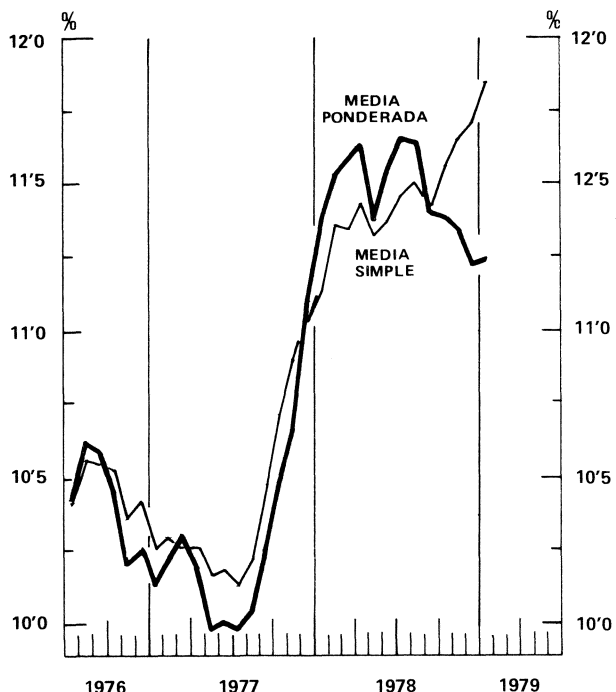
cendieron a 185,5 m.m. de pesetas en términos netos, lo que supuso una expansión de casi 50 m.m. respecto a 1977. Tal hecho es atribuible casi en su totalidad a las emisiones del Estado tanto a las cédulas colocadas a través del mecanismo coactivo de los coeficientes de inversión obligatoria de la banca y las cajas como a las de deuda amortizable colocadas en el mercado competitivamente.

El sector privado, en cambio, redujo su recurso al mercado en 21 m.m. de pesetas respecto a 1977. Esta evolución fue especialmente acusada en el mercado de obligaciones no bancarias, cuyas emisiones brutas en 1978 totalizaron 119 m.m. de pesetas con reducción de 31,4 m.m. respecto a las del año precedente. Hay que señalar que tal reducción gravitó en su totalidad sobre las emisiones de obligaciones no computables que, consiguientemente, de un año para otro experimentaron una contracción superior al 75% en su mercado.

En cuanto a los tipos de interés, se aprecia una subida de aproximadamente un punto y cuarto en la media de 1978 del rendimiento interno de las obligaciones sobre la de 1977. Dentro del último año, el

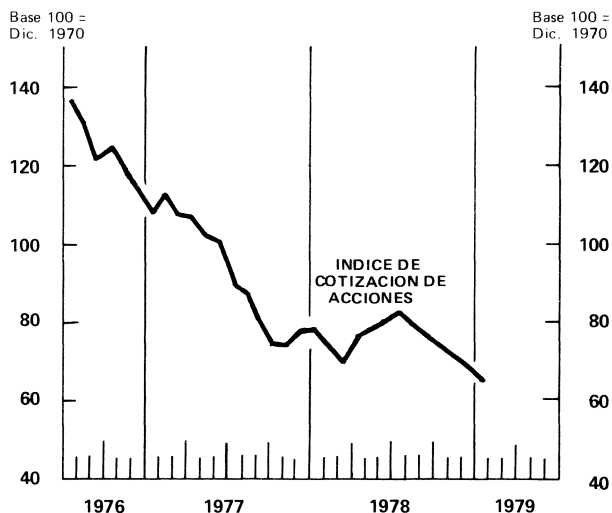
### 5. Rendimiento interno de obligaciones

Con vida media superior a 7 años



### 6. Cotización de acciones

Datos a fin de mes



rendimiento de las no computables, medido por la media simple, experimentó un crecimiento cercano a un punto y medio, mientras el de las eléctricas permaneció casi estable. En enero de 1979 tanto unas como otras muestran una ligera elevación del rendimiento interno. Similar evolución se desprende del examen de los tipos de interés netos a la emisión a lo largo de 1978.

El mercado secundario de acciones que cerró 1978 con una caída del 10,6%, según el índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid, ha experimentado un agravamiento de la tendencia depresiva en enero de 1979 —pérdida del 5,2% según el índice citado— contrarrestada en la primera quincena de febrero.

La evolución en el período diciembre 1978-febrero 1979, a diferencia de lo que pudo suceder de julio a noviembre de 1978, no parece venir influenciada negativamente por la situación monetaria presente, aunque sí puede recoger efectos retardados de las tensiones monetarias de los meses precedentes. A éstos habrá que añadir los efectos depresivos de las incertidumbres de tipo político propias de un período electoral y de las expectativas sobre la evolución de los beneficios y de los precios, en las que la conflictividad laboral registrada en ese período y la falta de signos de relanzamiento de la actividad real habrán influido negativamente.

# Actividad y empleo

La información estadística disponible para 1978 parece indicar que, así como el segundo semestre de dicho año registró una desaceleración neta respecto del primero en términos de crecimiento de la producción y de la actividad, en los últimos meses parece recuperarse algo el crecimiento del P.I.B. Esto último parece deberse a que las exportaciones de mercancías, después de haber registrado un retroceso importante en el tercer trimestre, han pasado a experimentar notables aumentos en los tres últimos meses de 1978 respecto de los niveles alcanzados en los meses precedentes —crecimiento que se aceleró nuevamente en enero de 1979.

El mayor ritmo de avance de la producción en los últimos meses de 1978 estuvo, pues, estrechamente relacionado con el nuevo empuje proporcionado por la demanda exterior. La demanda interior de la economía no presentó ningún síntoma de reactivación en el último trimestre de 1978, manteniendo así la tónica de estancamiento o de ligero retroceso que caracterizó su evolución a lo largo de la segunda mitad del pasado año. El paro volvió a crecer en el cuarto trimestre, mientras que los precios de consumo de los artículos no alimenticios aceleraron su aumento en los últimos meses del año.

## Demanda y producción

Los resultados de la encuesta mensual de Opiniones Empresariales del Ministerio de Industria correspondiente a enero de 1979 señalan una cierta mejoría en el clima empresarial respecto del mes de

### 1. Encuesta de opiniones empresariales Saldos (a)

	Cartera de pedidos			Previsiones de producción próximos 3 meses		
	Total industria *	Bienes de consumo *	Bienes de inversión *	Total industria *	Bienes de consumo *	Bienes de inversión *
<b>1977</b>						
III TR $\emptyset$	-40	-36	-36	0	-6	-9
IV TR $\emptyset$	-46	-43	-52	-24	-10	-23
<b>1978</b>						
I TR $\emptyset$	-53	-51	-56	-7	-2	-22
II TR $\emptyset$	-46	-45	-58	-8	-1	-14
III TR $\emptyset$	-40	-36	-57	5	15	-10
IV TR $\emptyset$	-38	-30	-53	0	3	-18
OCT	-34	-30	-50	1	7	-16
NOV	-38	-27	-52	-5	-1	-19
DIC	-41	-34	-58	5	3	-18
<b>1979</b>						
ENE	-38	-31	-55	9	14	0

(a) Diferencia entre porcentajes de respuestas extremas.  
Fuente: Ministerio de Industria.

diciembre de 1978. El resultado más destacable es la persistencia, en enero, de la tendencia positiva apuntada en el mes anterior por las previsiones de producción para los próximos tres meses. La evolución de esta variable, que es la que presenta una mayor sensibilidad ante las distintas situaciones coyunturales, se había caracterizado en los meses anteriores por la aparición de un retroceso en los resultados correspondientes a octubre y noviembre, llegando a predominar las opiniones negativas sobre las positivas en el último de los dos meses citados. En diciembre cambió esta tendencia y en enero se ha confirmado de nuevo el aumento de las opiniones que prevén un crecimiento futuro de la producción industrial. El sector que presentó una situación más favorable en enero fue el de bienes de consumo, aunque la mejoría más notable la presentó el sector de bienes de inversión, a pesar de permanecer todavía situado en niveles inferiores a los correspondientes a las restantes actividades.

La cartera de pedidos de la industria mejoró ligeramente en enero en todos los sectores productivos, aunque no de forma tan definida como las previsiones de producción. A pesar de esta mejoría, el nivel absoluto de los pedidos en enero todavía estaba situado a niveles muy bajos, sobre todo en el sector de bienes de inversión. Los resultados de la encuesta de enero parecen indicar, pues, que aunque los niveles absolutos de demanda y de producción todavía se mantienen por debajo de lo normal, las expectativas empresariales parecen haber registrado una cierta mejoría en los meses de diciembre y enero. Este clima ligeramente más favorable se ha visto también confirmado con los resultados de la encuesta trimestral del Ministerio de Industria correspondiente a expectativas de inversión, puesto que las previsiones realizadas en el 4.º trimestre de 1978 para el trimestre siguiente mejoraron respecto de las manifestadas en el período anterior, aunque, como también sucede con las restantes variables, el nivel absoluto de dichas previsiones es todavía bajo.

En cuanto a los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de automóviles aumentaron con cierta intensidad en enero de 1979 (el aumento no está recogido en la  $T_3^3$  del cuadro 2). Este resultado contrasta con la evolución que este indicador había presentado en la segunda mitad de 1978, en la que tuvo lugar un importante retroceso en las matriculaciones respecto de las realizadas en el primer semestre de dicho año. Este retroceso continuó, aunque de forma atenuada, en el cuarto trimestre del año, dentro del cual el mes de diciembre registró el resultado menos positivo. Las cifras de enero de 1979 supo-

## 2. Demanda y actividad interior: $T_3^3$ (a)

	Matriculación de automóviles *	Consumo aparente de acero *	Consumo aparente de cemento *	Consumo de energía eléctrica *
<b>1977</b>				
III TR $\phi$	-28,4	-18,7	-3,9	-3,3
IV TR $\phi$	-9,5	-13,4	27,3	7,9
<b>1978</b>				
I TR $\phi$	24,2	-43,4	5,0	10,3
II TR $\phi$	32,0	-78,4	-9,6	8,9
III TR $\phi$	-35,8	134,3	-13,0	0,3
IV TR $\phi$	-2,7	...	...	4,9
OCT	39,8	210,8	-2,2	4,1
NOV	26,2	311,5	12,4	7,4
DIC	-2,7	...	...	4,9
<b>1979</b>				
ENE	-3,4	...	...	7,9

(a) Las  $T_3^3$  no están centradas.

Fuente: UNESA, INE y UNESID.

nen un aumento de las matriculaciones del 17,3% respecto de igual mes de 1978, y será preciso esperar a meses sucesivos para observar si se mantiene este cambio tan notable en relación con la evolución mantenida en los meses inmediatamente anteriores, o si, por el contrario, se trata de un resultado originado por un factor estrictamente irregular o por no haberse eliminado adecuadamente el componente estacional de la serie.

El índice ponderado de matriculación de bienes de inversión (camiones, autobuses, tractores agrícolas y tractores industriales) presentó un crecimiento positivo en el cuarto trimestre de 1978, respecto del trimestre anterior, con lo que el aumento de dicho índice en el transcurso de 1978 respecto de 1977 fue del 5,2%. En el mes de enero de 1979 aumentaron también las matriculaciones de camiones, que no sólo crecieron sobre los niveles alcanzados en los dos meses anteriores, sino que también aumentaron en un 6,7% respecto de enero de 1978.

Los indicadores correspondientes a la construcción no ofrecen un panorama netamente definido. Así, mientras que el consumo aparente de cemento creció de forma importante en el último trimestre de 1978, los resultados de las encuestas de opiniones empresariales relativos a la construcción parecen indicar que, en el cuarto trimestre de 1978, persistió el clima negativo iniciado en el trimestre anterior, según se deduce de las series históricas de opiniones empresariales correspondientes a las variables «ritmo de actividad observada» y «nivel de contratación». En el subsector de la vivienda, los nuevos proyectos retrocedieron en el tercer trimestre de 1978, igual que había sucedido en los dos trimestres



anteriores. En los nueve primeros meses del pasado año, las cifras absolutas de proyectos de viviendas retrocedieron en más de un 15% respecto de los niveles alcanzados en el año anterior. En cuanto a las viviendas de protección oficial, en los últimos tres meses de 1978 mejoraron las cifras correspondientes a calificaciones provisionales otorgadas, aunque todavía se mantuvieron por debajo de los respectivos niveles de 1977. El ritmo de nuevos créditos efectivamente proporcionados a la construcción y compra de viviendas por parte de las Cajas de Ahorro y del Crédito Oficial se desaceleró netamente en la segunda mitad de 1978, acentuándose el desplazamiento, ya observado anteriormente, en la composición de los préstamos de las Cajas de Ahorro, de los créditos de regulación especial hacia los préstamos libres concedidos al sector. Como puede apreciarse, no hay una línea clara de comportamiento en los distintos indicadores correspondientes a la construcción. En todo caso, la vivienda parece presentar una evolución más deprimida que el resto de las actividades del sector.

La evolución del consumo de energía eléctrica en los últimos meses parece confirmar la tendencia suavemente positiva apuntada por los restantes indicadores de demanda y actividad al final de 1978 y en enero de 1979. El consumo citado creció en los meses de diciembre y enero respecto de los meses anteriores, con lo que el crecimiento intertrimestral, que fue del 4,9% en el tercer trimestre de 1978 respecto del período anterior, ascendió al 7,9% en el período noviembre-diciembre-enero en relación

con los 3 meses inmediatamente anteriores, expresado en términos de tasa anual de crecimiento. El aumento del consumo de energía eléctrica en enero de 1979 sobre igual mes del año anterior ha sido del 4,5%, mientras que en todo 1978 el aumento de dicho consumo fue del 5,7% respecto del año anterior. La actuación de este indicador, que de momento es el único que se puede emplear como representativo del conjunto de la actividad no agraria en la economía española, parece indicar que la producción ha entrado por una senda de aumento moderado en los meses finales de 1978 y principios de 1979. Este aumento queda aún por debajo del experimentado en la primera parte de 1978, pero implica una superación del descenso acaecido a lo largo del tercer trimestre de dicho año.

### Empleo y paro

Los primeros avances de resultado de la Encuesta de Población Activa del I.N.E. correspondientes al cuarto trimestre de 1978 indican que el total de parados ascendió a algo más de 1.080.000 personas durante dicho período, frente a 1.014.000 en el tercer trimestre. Esta cifra de parados supone el 8,2% de la población activa, frente al 7,7% del trimestre anterior. En cuanto al paro registrado, en el mes de enero de 1979 el total de parados fue de 925.700, frente a 905.300 en diciembre. La cifra de paro registrado, corregida del componente estacional, tuvo una evolución de signo distinto que la experimentada en la serie original, puesto que la cifra desestacionalizada de diciembre de 1978 fue de 896.300, mientras que en enero descendió hasta 885.100 personas.

### 3. Empleo y paro

	Encuesta de población activa			
	Ocupados en sentido estricto	Parados	Porcentaje de parados sobre activos	Paro registrado
	Miles de personas	Miles de personas	%	Miles de personas *
<b>1977</b>				
III TR ∅	12.246	777	5,9	574,2
IV TR ∅	12.234	832	6,3	633,9
<b>1978</b>				
I TR ∅	12.138	929	7,0	710,2
II TR ∅	12.021	938	7,1	790,6
III TR ∅	12.029	1.014	7,7	872,3
IV TR ∅	...	1.083	8,2	909,7
OCT	...	...	...	917,6
NOV	...	...	...	913,1
DIC	...	...	...	898,5
<b>1979</b>				
ENE	...	...	...	885,1

1-III-79

Fuente: INE y Ministerio de Trabajo.

## Sector exterior

Las importaciones de mercancías del mes de enero alcanzaron un valor de 118.058 millones de pesetas (1.688,7 millones de dólares); las exportaciones, por su parte, fueron de 92.036 millones de pesetas (1.316,5 millones de dólares). En términos porcentuales, y en comparación con igual mes del año anterior, las importaciones descendieron en pesetas un 3,5%, mientras que las exportaciones se incrementaron en un 19,3%. Las mismas tasas para las cifras en dólares fueron del 11,3% de avance en las importaciones y el 37,6% en las exportaciones. La caída de las importaciones en pesetas, con respecto a enero de 1978, se debe, fundamentalmente, al descenso en las compras de petróleo, un 30% en pesetas; si se prescinde de este renglón las tasas de crecimiento de las importaciones, de nuevo con respecto a enero del año anterior, pasan a ser del 6,0% en pesetas y el 22,0% en dólares.

Las cifras de enero confirman la recuperación que registran las importaciones no energéticas desde los últimos meses del pasado año. En efecto, las cifras desestacionalizadas de los últimos tres meses —enero, diciembre, noviembre—, sobre los tres meses precedentes muestran una tasa de crecimiento en pesetas de 9,5%, que de algún modo parece indicar una cierta recuperación de la actividad.

Las exportaciones, por su parte, continúan también reflejando el mayor dinamismo detectado en los últimos meses de 1978. El crecimiento en pesetas del trimestre que finaliza en enero de 1979 sobre el trimestre anterior —octubre, septiembre, ago-

### 1. Evolución del comercio exterior (a)

m.m. de pesetas

	ENE 1978	ENE 1979	% de in- cre- mento
<b>Importaciones</b>	<b>122,3</b>	<b>118,1</b>	<b>- 3,5</b>
Importaciones no energéticas	83,6	88,6	6,0
Productos energéticos	38,7	29,4	-24,1
Alimentos	17,3	19,2	11,2
Productos sin elaborar e intermedios	35,0	37,0	5,7
Bienes de capital	21,6	22,1	2,2
Bienes de consumo	9,6	10,3	6,8
<b>Exportaciones</b>	<b>77,2</b>	<b>92,0</b>	<b>19,3</b>
Productos energéticos	2,0	2,8	36,3
Alimentos	21,8	22,7	3,7
Productos sin elaborar e intermedios	21,4	28,1	31,5
Bienes de capital	13,2	15,5	17,9
Bienes de consumo	18,7	22,9	22,7
<b>Saldo comercial</b>	<b>-45,1</b>	<b>-26,1</b>	<b>-42,1</b>

(a) Fuente: Dirección General de Aduanas. La clasificación aquí presentada difiere de la facilitada por Aduanas en que la partida de semillas se excluye de los productos sin elaborar y se incluye en los alimentos.

to— recoge una tasa de aumento del 24%. Esta tasa es muy superior a la registrada en cualquier trimestre de 1978 sobre el inmediatamente anterior y vendría a confirmar el notable impulso que mantiene la exportación.

## El tipo de cambio de la peseta

A lo largo de las siete primeras semanas de 1979 la peseta ha mantenido una notable y muy sostenida firmeza en los mercados de cambios, habiéndose apreciado su cotización *al contado* frente al dólar USA en un 1,6%, precisamente en un momento en que la divisa americana, a pesar de diversos altibajos, ganaba posiciones, a su vez, frente a las demás monedas. Ello condujo a que, respecto de estas últimas, la peseta se apreciase con mayor intensidad que frente al dólar USA, situándose las diferentes cuantías entre el 2,6% en relación con la lira italiana y el 4,6% respecto al yen.

## 2. Variación porcentual del valor de la peseta frente a las principales monedas ( $\phi$ ) (a)

Semana del 12 al 16 de febrero de 1979

	Semana del 26-29 de diciembre de 1978	Última semana de 1977	Semana del 12-15 de julio de 1977 (b)
Dólar USA	1,6	17,3	25,7
Yen japonés	4,6	-2,3	-5,1
Franco suizo	4,5	-3,3	-13,1
Marco alemán	3,2	2,7	1,9
Franco belga	2,9	3,8	3,1
Florín holandés	3,0	2,6	2,8
Franco francés	3,4	5,9	10,2
Libra esterlina	3,2	11,0	7,9
Lira italiana	2,6	12,5	19,3

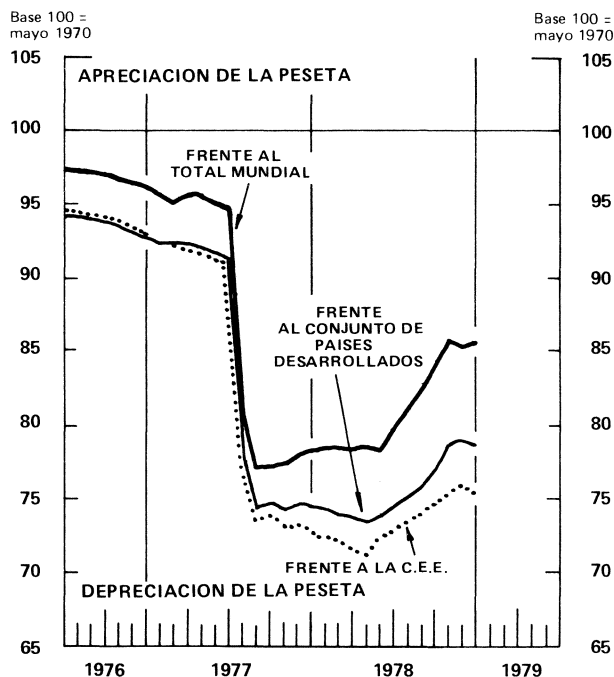
(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de la peseta respecto de su cotización media en las fechas indicadas.

(b) Semana de la última devaluación de la peseta.

Las razones de este comportamiento hay que buscarlas en que, junto al mantenimiento de las circunstancias de meses anteriores, la política de las autoridades en el mercado ha sido más flexible, otorgando una mayor libertad al tipo de cambio que, como consecuencia de las presiones alcistas que viene registrando, ha evolucionado claramente al alza. Con todo, el Banco de España actuó con intensidad en el mercado para evitar las oscilaciones bruscas de las cotizaciones, habiendo realizado su intervención en los dos lados del mismo aun cuando la cifra total de las compras de dólares superó

## 1. Índice de la posición efectiva de la peseta ( $\phi$ )

Variación media ponderada por el comercio exterior de 1974 (a)



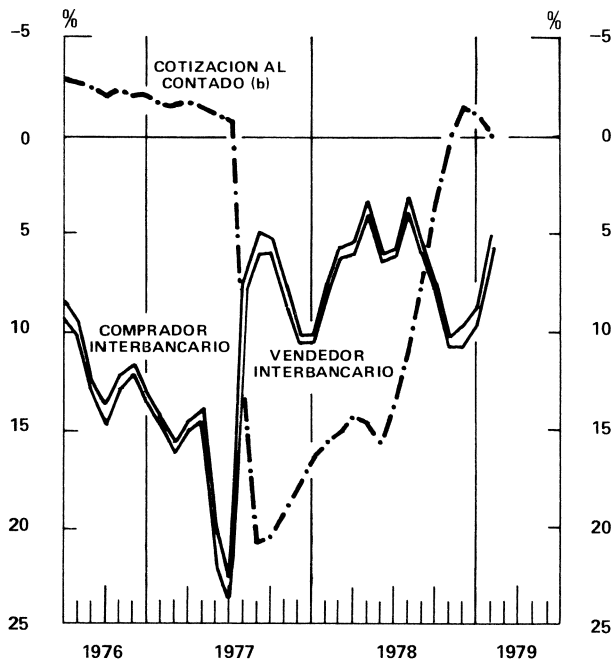
(a) Medias geométricas.

con creces a la de ventas. Como consecuencia de ello, y de la nueva asignación de D.E.G. por un valor cercano a 70 millones de dólares, las reservas de divisas aumentaron en enero 179,8 millones de dólares a pesar de la amortización anticipada de 141,4 millones de dólares efectuada con cargo a la «oil facility». El saldo total neto de reservas de oro y divisas se situó así, tras esta subida, en 10.195,2 millones de dólares, incluyendo dentro de las mismas la posición de la banca delegada. Por lo que se refiere a las sesiones transcurridas en los dieciséis primeros días de febrero, la intervención del Banco de España arrojó unas compras netas cercanas a los 200 millones. Esta cifra es bien significativa de la presión alcista que viene registrando la peseta si se tiene en cuenta, además, que entre la semana terminada el 2 de febrero y la terminada el 16 de ese mismo mes su cotización media respecto del dólar USA se apreció en un 1,3%.

En términos de posición efectiva, el índice medio semanal frente al mundo se apreció un 2,4% entre la última semana de diciembre de 1978 y la termi-

## 2. Cotización a plazo de la peseta ( $\phi$ )

Premio (+) o descuento (-) a tres meses del dólar frente a la peseta (a)



(a) Desviación porcentual del tipo de cambio a tres meses sobre el tipo medio al contado, en pesetas por dólar, multiplicado por cuatro.

(b) Desviación porcentual del dólar frente a la peseta respecto a la paridad de mayo de 1970.

nada el 16 de febrero de 1979, cuantía que se reparte en un 1,5% entre el comienzo del período y la semana que finalizó el 2 de febrero y un 0,9% entre esta última y la semana que finalizó catorce días después. En relación con las monedas que se cotizan en el mercado de Madrid, la subida de la peseta fue del 2,9% en el período de referencia, mientras que respecto del Mercado Común su apreciación fue de un 3,1%.

En el *mercado a plazo* también se hizo sentir la posición compradora de pesetas que elevó al alza los tipos de cambio a futuros en cuantías que van desde el 1,9% para el tipo a un mes hasta el 3,8% para el de seis meses, entre la última semana de 1978 y la séptima semana de 1979. El tipo medio semanal a tres meses, que es el que se recoge en el gráfico, se apreció cerca de un 2,7% entre dichos períodos. Las mayores subidas de los tipos a plazo en relación con la registrada por el tipo al contado dio lugar a una disminución importante del premio a futuros del dólar USA sobre la peseta, que para el tipo a tres meses pasó del 7,1% al 3,0% entre el comienzo y el final del período objeto de estos comentarios.

28-II-79

## La balanza de pagos de España en 1978

Según cifras provisionales estimadas por el Servicio de Estudios del Banco de España, la balanza de pagos por cuenta corriente en base a transacciones alcanzó en el año 1978 un superávit de 1.509 millones de dólares. Esta estimación, que coincide básicamente con la realizada por la Secretaría General Técnica del Ministerio de Comercio y Turismo, arroja un saldo muy parecido al contabilizado por el registro de caja, 1.675 millones de dólares; explicándose las diferencias entre uno y otro saldo, fundamentalmente, por los distintos criterios empleados para valorar las partidas correspondientes a fletes y seguros comerciales.

En 1977, la balanza de pagos española por cuenta corriente registró un déficit de 2.449 millones de dólares. Este cambio radical en el clásico saldo adverso por cuenta corriente, junto con unas entradas netas de capital a largo plazo por valor de 1.828 millones de dólares, hizo que la balanza básica alcanzara un saldo positivo de 3.337 millones de dólares en 1978 (707 millones en 1977). Las reservas centrales se incrementaron durante 1978 en 3.889 millones de dólares, situándose el nivel de las mismas, al finalizar el año, en 9.934 millones de dólares. Si se incluye la posición en divisas de la banca delegada las reservas se contabilizan en 10.015 millones de dólares.

### La balanza por cuenta corriente

En el cuadro 1 se presenta la estimación de la balanza corriente. Puede comprobarse que de los 3.958 millones de dólares en que mejoró su saldo con respecto al del año 1977, 2.206 millones corresponden a la balanza comercial, 1.452 millones a la balanza de servicios y 300 millones a la de transferencias.

El comportamiento tan favorable de la *balanza comercial* se explica por el fuerte aumento registrado en las exportaciones de mercancías, cuya tasa de crecimiento medio anual en dólares, tras los ajustes necesarios para pasar de cifras de Aduanas a cifras de balanza de pagos, fue del 25,7%, y por la atonía en el renglón de importaciones, cuya tasa equivalente fue del 4,2%. Debe tenerse en cuenta que la comparación en pesetas produciría resultados bastante similares, ya que el cambio medio de la peseta frente al dólar en 1978 se apreció sólo en un 1,1% con respecto al cambio medio de 1977.

Tras tres años consecutivos en los que la tasa de crecimiento de las exportaciones supera claramente a la de las importaciones, la tasa de cobertura del comercio exterior ha pasado del 51,4% en el año 1975 al 77,1% en 1978. Las causas últimas de este fenó-

## 1. Estimación de la balanza por cuenta corriente en 1978

Millones de dólares

	1977			1978*			% variación 78/77	
	I	P	S	I	P	S	I	P
<b>Mercancías</b>	<b>10.610,9</b>	<b>16.831,4</b>	<b>-6.220,5</b>	<b>13.526,6</b>	<b>17.541,3</b>	<b>-4.014,7</b>	<b>27,5</b>	<b>4,2</b>
<b>Servicios</b>	<b>6.656,1</b>	<b>4.037,7</b>	<b>2.619,4</b>	<b>9.566,4</b>	<b>5.494,7</b>	<b>4.071,7</b>		
Fletes, seguros y transportes	1.414,3	1.166,0	248,3	1.706,1	1.190,4	515,7	20,6	2,1
Turismo y viajes	4.020,3	534,1	3.486,2	5.488,0	566,9	4.921,1	36,5	6,1
Rentas de inversión (**)	351,5	1.133,8	-762,3	1.086,6	2.193,2	-1.106,6		
Asistencia técnica y royalties	59,0	387,4	-328,4	72,7	98,4	-325,7	23,2	2,8
Otros servicios	811,0	835,4	-24,4	1.213,0	1.145,8	67,2	49,6	37,2
<b>Transferencias</b>	<b>1.558,2</b>	<b>406,5</b>	<b>1.151,7</b>	<b>1.879,5</b>	<b>427,9</b>	<b>1.451,6</b>	<b>20,6</b>	<b>5,3</b>
<b>Balanza corriente</b>	<b>18.825,2</b>	<b>21.274,6</b>	<b>-2.449,4</b>	<b>24.972,5</b>	<b>23.463,9</b>	<b>1.508,6</b>		

(\*) Estimación.

(\*\*) Las cifras de ingresos y pagos del año 1977 son netas en algunos conceptos (como se presentan en la publicación oficial) no siéndolo así las del año 1978.

meno deben buscarse, a un nivel muy general, en el bajo ritmo de crecimiento registrado por la economía española en ese período y en que la pérdida de competitividad de la economía española derivada de los diferentes ritmos de inflación interno y externo se ha ido compensando con la evolución del índice de la posición efectiva, evolución que, en algunos momentos y hasta que las diferentes tasas de inflación anulaban de nuevo la ventaja otorgada por aquella, permitieron despegues espectaculares de las exportaciones. A un nivel menos general hay que tener en cuenta las buenas condiciones climatológicas de los dos últimos años, lo que ha hecho que, en ambos, las tasas de crecimiento real de las compras de petróleo hayan alcanzado valores negativos.

Aunque parece claro que las causas fundamentales de la mejora en la balanza comercial ponen en evidencia las limitaciones de dicha mejora, no hay que olvidar que una tasa de cobertura como la alcanzada en 1978 permite, para el futuro inmediato, compaginar aceleraciones en el ritmo de importaciones con tasas de crecimiento en las exportaciones más moderadas que la de los últimos años, sin que ello lleve a la balanza comercial a situaciones que comprometan el equilibrio exterior de la economía.

Pasando a analizar la evolución de las *importaciones de mercancías* en 1978 hay que lamentar, una vez más, la escasa información sobre índices de precios de comercio exterior que dificulta enormemente el análisis de su evolución real. El Servicio de Estudios del Banco de España dejó de calcular en 1978 los índices de valor unitario que venía elaborando desde hace varios años. El motivo principal

fue que se detectaron una serie de anomalías en el comportamiento de los índices debidas, básicamente, a los numerosos cambios introducidos en las clasificaciones de comercio exterior por la Dirección General de Aduanas. A la espera de la publicación de un índice de valor unitario que está realizándose en el Ministerio de Comercio y Turismo y cuya metodología y planteamiento son sumamente interesantes, se han utilizado los índices publicados por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano que, en el momento de redactar estos comentarios, llegan hasta el mes de octubre del año 1978.

Con los datos citados de precios y teniendo en cuenta el crecimiento de los precios del comercio de la O.C.D.E. y la evolución de la posición efectiva de la peseta en el año, puede estimarse que el crecimiento de los precios de importación en pesetas en 1978 se situó, por término medio y con respecto al año anterior, en torno al 13%. Esto hace que la tasa de crecimiento real haya alcanzado el valor de -6,2%, retroceso muy elevado y que habrá afectado, sin duda, con mayor o menor intensidad, a todos los componentes de la importación.

Utilizando series desestacionalizadas<sup>1</sup> con el fin de analizar el perfil temporal de la importación, puede apreciarse cómo durante el primer semestre del año y con respecto al último semestre de 1977 la caída de las importaciones en términos reales fue de un 5%, aproximadamente, siendo especialmente importante la de los grupos de bienes de capital, bienes de consumo y productos sin elaborar e interme-

<sup>1</sup> Las series en valor se desestacionalizaron por el método X-11.

dios. Los datos de precios disponibles permiten afirmar que dicho proceso continuó en el tercer trimestre del año (en comparación, ahora, con el trimestre precedente) y aunque no se dispone de información sobre el comportamiento de los precios en el cuarto trimestre a nivel desagregado, parece evidente que las altas tasas intertrimestrales de la serie en valor se corresponderán con una recuperación en términos reales, recuperación que parece centrarse de forma acusada en los productos sin elaborar e intermedios.

Con la información parcial disponible parece, pues, que puede concluirse que el descenso real de las importaciones en 1978 fue generalizado, desarrollándose a lo largo de los tres primeros trimestres del año y mostrando los datos del último trimestre una recuperación de las series monetarias que, sin duda, deben de suponer avances reales en algunos grupos de productos determinados.

En cuanto a las *exportaciones de mercancías* también se aprecia una cierta disparidad entre su comportamiento medio anual y el perfil desarrollado a lo largo del año. Si se supone que los precios en el cuarto trimestre del año se incrementaron en igual cuantía que en el tercer trimestre, el crecimiento medio anual de los precios en pesetas con respecto a 1977 habrá sido del 16%, con lo que la tasa media de crecimiento real se situaría en el 11,4%; tasa ésta muy elevada si, además, se tiene en cuenta que el deflactor utilizado debe de considerarse como el límite máximo alcanzable. Por grupos de productos el mayor dinamismo medio se encuentra en los productos sin elaborar e intermedios y en los bienes de consumo.

Durante el primer semestre del año el crecimiento real de las exportaciones obtenido con las series desestacionalizadas en comparación con el segundo semestre del año anterior, fue igualmente elevado y generalizado (con la excepción, poco importante, de los productos energéticos); pero a partir de mediados de año las exportaciones de mercancías empezaron a dar muestras de una clara desaceleración que se extendió a todos los grupos de productos. Las cifras de los meses sucesivos iban confirmando esta tendencia hasta que los datos de los meses de noviembre y diciembre volvieron a mostrar unos valores elevadísimos que rompieron el perfil iniciado a la mitad del año. El hecho de que esta fortísima recuperación se haya centrado en unos meses que, por ser de cierre de ejercicio, plantean problemas contables de difícil tratamiento con los métodos de desestacionalización comúnmente empleados, hace que, pese a la rotundidad de las cifras, sea aconsejable una actitud de cautela que sólo los meses venideros podrán despejar. En cualquier caso, el

perfil del segundo semestre del año muestra una desaceleración importante con respecto al primero.

Ya se indicó anteriormente el fuerte incremento registrado por el saldo de la *balanza de servicios* en 1978. Como puede apreciarse en el cuadro adjunto la mejora se centra, fundamentalmente, en el epígrafe de turismo y viajes, ya que el aumento del saldo correspondiente a la partida de fletes, seguros y transportes debe considerarse con gran provisionalidad debido a las dificultades que todos los años plantea su cálculo. Es en este epígrafe donde suelen encontrarse las diferencias más importantes que se presentan entre las cifras estimadas y las que se publican como definitivas.

Los ingresos por turismo alcanzaron una tasa de crecimiento en dólares del 36,5% con respecto al valor registrado en 1977 (un 33% en pesetas). Este crecimiento parece bastante acorde con la evolución real del sector (el número de extranjeros que visitaron España se incrementó en un 17%) y con el previsible aumento en el gasto por turista (evolución del coste de la vida). No se han producido, pues, en este año, movimientos especulativos para el conjunto del mismo que dejen sin una correspondencia adecuada la evolución del sector y la contabilización que de las divisas ingresadas por el mismo se hace en el registro de caja y, posteriormente, en la balanza de transacciones. No parece que éste sea el caso con la cifra de pagos que aparece en el cuadro correspondiente y que ha sido tomada del registro de caja, pues la tasa de crecimiento en dólares del 6,1% (un 6,7% en pesetas) es muy reducida.

Poco más puede decirse sobre el resto de los epígrafes de la balanza de servicios. Cabe destacar que, en las rentas de inversión, tanto los ingresos como los pagos experimentaron fortísimas tasas de crecimiento interanual debidas al aumento registrado en el nivel de reservas, por un lado, y al fuerte endeudamiento exterior, por otro, y que algo similar ocurrió en las diferentes partidas englosadas en el epígrafe «otros servicios».

La *balanza de transferencias*, por último, se unió también a la mejora alcanzada por todos los componentes de la balanza corriente. Como el incremento de los ingresos, un 20,6% en dólares, no puede explicarse en términos del número de emigrantes españoles, más bien hay que pensar en los aumentos experimentados por sus salarios y en los incentivos que para el envío de los mismos pueden haber encontrado en la subida generalizada de los tipos de interés españoles.

El breve análisis realizado sobre la evolución de la balanza por cuenta corriente en 1978 pone de manifiesto que el sector exterior de la economía españo-

la se ha configurado como el componente más dinámico de la demanda global. Del 3,0% estimado como crecimiento del P.I.B. en el año, 2,9 puntos porcentuales se deben al comportamiento del sector exterior, cuyo perfil temporal ha influenciado también, sin duda, la evolución de la economía a lo largo del año 1978.

## La balanza de pagos por cuenta de capital

La balanza de pagos por cuenta de capital ha registrado también un fuerte superávit en 1978. En términos netos el renglón más dinámico ha correspondido a las entradas de capital privado a largo plazo. Las entradas de capital público, por su parte, han registrado un saldo neto negativo, fundamentalmente como consecuencia del reembolso anticipado de mil millones de dólares.

El crecimiento de las entradas netas de capital privado a largo plazo ha correspondido a operaciones realizadas directamente por inversores extranjeros o a créditos negociados entre empresas españolas y financiadores no residentes. Obsérvese las cifras muy similares de inversiones y créditos. Años pasados se habían registrado grandes diferencias: en los más recientes, como consecuencia de la caída de las inversiones, y años atrás, como resultado de la poca utilización de los créditos comerciales y financieros por parte de las empresas españolas.

Los créditos a corto plazo como renglón individualizado apenas si han registrado movimientos netos en el año 1978. Ahora bien, la otra fuente de ingresos de divisas, es decir, aquella que se canaliza a través de las instituciones bancarias con funciones delegadas ha finalizado el año con un saldo neto muy modesto que no debe ocultar el movimiento de las cifras de ingresos y pagos en magnitudes muy elevadas. Estas operaciones destinadas a financiar tanto créditos a corto como a medio y largo plazo de la clientela residente, están reguladas en la actualidad por la circular 9-DE de 22 de enero de 1979<sup>2</sup>. En resumen, frente a los 1.828 millones de dólares que representó la financiación neta a más de un año por inversiones y créditos concedidos por el resto del mundo a la economía española, la suma de las entradas netas de divisas por capital a corto plazo así como a través de la banca delegada fue de sólo 144 millones de dólares.

El valor contabilizado en 1978 como entradas netas de divisas procedentes de la cuenta de capital fue de 1.900 millones de dólares, después de descontar los casi 70 millones de dólares que supuso la amortización de una parte de los créditos concedidos por el Fondo Monetario Internacional al amparo de la denominada «Oil facility». Esta cifra neta si se compara con los 4.353 millones de 1977 o los 2.820 millones de 1976, ha de interpretarse teniendo en cuenta dos hechos: primero, que a los 1.900 millones de dólares registrados en 1978 se llegó después de que el Tesoro efectuase, en la segunda mitad del año, el reembolso anticipado del crédito de 1.000 millones de dólares concedido al Reino de España en 1976; y, segundo, que en los años anteriores al que acaba de terminar la balanza española por cuenta corriente registró fuertes déficits que era necesario financiar, situación que se ha invertido con especial rigor en 1978. Así, en 1978 se ha registrado un aumento de las reservas centrales exteriores de oro y divisas cercano a los 3.900 millones de dólares frente a una disminución de 950 millones en 1976 y un aumento de 1.145 millones en 1977. El saldo de las reservas exteriores se situaba de esta forma, al terminar 1978, en el nivel de 10.015 millones de dólares, incluyendo la posición en divisas de la banca delegada.

Antes de entrar en un examen algo más pormenorizado de los principales epígrafes que componen la balanza de capital debe señalarse que, dentro del epígrafe «partidas no clasificadas y diferencias de valoración», se recogen todos los créditos comerciales a corto plazo que no están concedidos por intermedio de la circular 9-DE antes mencionada, y cuya cuantificación exacta no es posible realizar en la circunstancias actuales. Otro importante componente de esta rúbrica está formado por los desfases que se producen en los cobros y pagos con el exterior, que en la terminología económica se conocen con el nombre de «leads» y «lags».

Pasando una breve revista a los componentes más importantes de los epígrafes, hay que destacar que, en 1978, el excedente de la balanza de capital a largo plazo se produjo a través del *sector privado* de la economía, ya que el *sector público* devolvió más fondos de los que recibió, con lo que su saldo neto por operaciones crediticias con el exterior arrojó una exportación neta de capital cercana a los 400 millones de dólares, frente a unas entradas netas de más de 2.200 millones en dirección al sector privado. El comportamiento relativo de ambos sectores es opuesto al del año precedente, cuando la participación de ambos fue mucho más parecida debido al sustancial recurso neto que el sector público hizo a los mercados exteriores en la primera

<sup>2</sup> La circular 9-DE de 22 de enero de 1979 deroga a la antigua circular 3-DE de 12 de julio de 1974. La nueva regulación amplía las posibilidades de endeudamiento de la banca española en el exterior, si bien mantiene los mecanismos básicos de actuación de ésta en los mercados internacionales y las modalidades de utilización en el interior de los fondos conseguidos en dicho mercado.



mitad de 1977 hasta la fecha de la última devaluación de la peseta.

Dos renglones han sido las fuentes principales de *entrada de divisas hacia el sector privado* de la economía española en 1978. De un lado, las inversiones extranjeras en España, que duplicaron el pasado año su valor neto respecto al saldo registrado en 1977 —el cual fue, a su vez, superior en casi un 60% al de 1976—. Junto a ellas, y por mayor cuan-

tía, los créditos financieros a largo plazo concedidos por el exterior, cuyas entradas brutas de capital se situaron un 44% por encima de los de 1977 aun cuando en términos netos el incremento se reduce al 26% debido al fuerte peso que van suponiendo las amortizaciones. Hay que destacar, por otro lado, que a efectos de la balanza de pagos en base a transacciones se consideran como créditos del sector privado los concedidos a las Autopistas, Renfe e

## 2. Balanza de pagos

Detalle de la cuenta de capital

Millones de dólares USA

	1976			1977 (*)			1978 (*)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. <b>Balanza por cuenta corriente</b>	<b>16.046,88</b>	<b>20.340,90</b>	<b>-4.294,02</b>	<b>19.217,06</b>	<b>21.728,82</b>	<b>-2.511,76</b>	<b>24.972,50</b>	<b>23.463,90</b>	<b>1.508,60</b>
2. <b>Capital a largo plazo</b>	<b>4.267,43</b>	<b>2.347,05</b>	<b>1.920,38</b>	<b>5.710,13</b>	<b>2.491,08</b>	<b>3.219,05</b>	<b>6.726,57</b>	<b>4.898,49</b>	<b>1.828,08</b>
A. <b>Capital privado</b>	<b>3.565,46</b>	<b>2.295,58</b>	<b>1.349,88</b>	<b>4.143,96</b>	<b>2.184,13</b>	<b>1.959,83</b>	<b>5.592,02</b>	<b>3.368,08</b>	<b>2.223,94</b>
a) Del exterior en España	3.256,13	1.422,83	1.833,30	3.478,73	1.271,09	2.207,64	4.758,28	2.046,83	2.711,45
<b>Inversiones</b>	<b>964,79</b>	<b>574,62</b>	<b>390,17</b>	<b>926,46</b>	<b>309,14</b>	<b>617,32</b>	<b>1.665,38</b>	<b>444,67</b>	<b>1.220,71</b>
Directas	419,26	199,93	219,33	374,39	76,25	298,14	708,03	91,10	616,93
De cartera	82,81	169,03	-86,22	56,23	47,49	8,74	81,01	36,64	44,37
En inmuebles	201,06	20,00	181,06	234,08	11,16	222,92	443,08	9,12	433,96
Otras	261,66	185,66	76,00	261,76	174,24	87,52	433,26	307,81	125,45
<b>Créditos</b>	<b>2.291,34</b>	<b>848,21</b>	<b>1.443,13</b>	<b>2.552,27</b>	<b>961,95</b>	<b>1.590,32</b>	<b>3.092,90</b>	<b>1.602,16</b>	<b>1.490,74</b>
Comerciales	689,89	510,92	178,97	604,89	377,50	227,39	519,75	598,85	-79,10
Financieros	1.512,47	316,44	1.196,03	1.726,66	498,38	1.228,28	2.493,88	938,93	1.554,95
Otros	88,98	20,85	68,13	220,72	86,07	134,65	79,27	64,38	14,89
b) De España al exterior	309,33	792,75	-483,42	665,23	912,04	-247,81	833,74	1.321,25	-487,51
<b>Inversiones</b>	<b>13,29</b>	<b>220,39</b>	<b>-207,10</b>	<b>97,48</b>	<b>281,89</b>	<b>-184,41</b>	<b>91,62</b>	<b>340,80</b>	<b>-249,18</b>
Directas	3,18	57,38	-54,20	3,92	143,75	-139,83	3,93	137,82	-133,89
De cartera	10,08	23,41	-13,33	18,40	20,63	-2,23	13,90	17,94	-4,04
En inmuebles	-	1,73	-1,73	0,41	0,54	-0,13	1,89	0,78	1,11
Otras	0,03	137,87	-137,84	74,75	116,97	-42,22	71,90	184,26	-112,36
<b>Créditos</b>	<b>296,04</b>	<b>572,36</b>	<b>-276,32</b>	<b>567,75</b>	<b>631,15</b>	<b>-63,40</b>	<b>742,12</b>	<b>980,45</b>	<b>-238,33</b>
Comerciales	288,48	486,55	-198,07	555,72	566,66	-10,94	735,48	922,50	-187,02
Financieros	7,14	48,80	-41,66	3,59	3,27	0,32	1,65	1,72	-0,07
Otros	0,42	37,01	-36,59	8,44	61,22	-52,78	4,99	56,23	-51,24
B. <b>Capital público</b>	<b>701,97</b>	<b>131,47</b>	<b>570,50</b>	<b>1.566,17</b>	<b>306,95</b>	<b>1.259,22</b>	<b>1.134,55</b>	<b>1.530,41</b>	<b>-395,86</b>
a) Del exterior en España	682,18	50,15	632,03	1.537,31	270,21	1.267,10	1.106,69	1.312,15	-205,46
b) De España al exterior	19,79	81,32	-61,53	28,86	36,74	-7,88	27,86	218,26	-190,40
<b>Balanza básica (1 + 2)</b>	<b>20.314,31</b>	<b>22.687,95</b>	<b>-2.373,64</b>	<b>24.927,19</b>	<b>24.219,90</b>	<b>707,29</b>	<b>31.699,07</b>	<b>28.362,39</b>	<b>3.336,68</b>
3. <b>Capital a corto plazo</b>	<b>121,09</b>	<b>84,03</b>	<b>37,06</b>	<b>373,38</b>	<b>91,35</b>	<b>282,03</b>	<b>207,12</b>	<b>201,92</b>	<b>5,20</b>
4. <b>Instituciones bancarias privadas</b>	<b>3.467,69</b>	<b>2.692,51</b>	<b>775,18</b>	<b>5.039,48</b>	<b>4.187,41</b>	<b>852,07</b>	<b>5.115,36</b>	<b>4.976,51</b>	<b>138,85</b>
a) Cuentas en pesetas de no residentes	76,90	0,72	76,18	272,63	6,45	266,18	30,16	146,40	-116,24
b) Créditos interiores en divisas	3.381,09	2.691,79	689,30	4.766,85	4.145,66	621,19	5.078,90	4.830,11	248,79
c) Variación en la posición de divisas	9,70	-	9,70	-	35,30	-35,30	6,30	-	6,30
5. <b>Disposiciones con cargo a la «Oil Facility»</b>	<b>88,11</b>	-	<b>88,11</b>	-	-	-	-	<b>69,54</b>	<b>-69,54</b>
6. <b>Variaciones de reservas centrales</b>	<b>943,60</b>	-	<b>943,60</b>	-	<b>1.145,00</b>	<b>-1.145,00</b>	-	<b>3.889,30</b>	<b>-3.889,30</b>
7. <b>Derechos especiales de giro asignados</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. <b>Partidas no clasificadas y diferencias de valoración</b>	<b>529,69</b>	-	<b>529,69</b>	-	<b>696,39</b>	<b>-696,39</b>	<b>478,11</b>	-	<b>478,11</b>

(\*) Provisional.

Fuente: Banco de España.

INI, cuyo saldo neto global fue en 1978 de unos 300 millones de dólares<sup>3</sup>. Por lo que respecta a los movimientos de capital privado *de España hacia el exterior* ha de hacerse mención del fuerte aumento de los créditos comerciales concedidos para financiar exportaciones españolas.

Los ingresos brutos de divisas recibidos por el *sector público* del exterior sumaron 1.106,7 millones de dólares en 1978, de los cuales 966 millones se cubrieron en los seis primeros meses del año. La drástica disminución que se registró a partir de entonces en las entradas de divisas por este concepto, junto con la aceleración de las amortizaciones de que ya se ha hablado y un aumento en los préstamos públicos al exterior, dieron como resultado que el sector público tuviese un saldo neto negativo de casi 400 millones de dólares en sus relaciones financieras con el resto del mundo.

En el epígrafe destinado a las *instituciones bancarias privadas* cabe observar, en primer lugar, el elevado giro que registraron los créditos interiores en divisas, es decir, los concedidos por la banca delegada española al amparo de la circular 9-DE, con unos ingresos y pagos brutos que superaron los de los dos años anteriores aun cuando su saldo, cercano a los 250 millones de dólares, fue manifiestamente inferior al de dichos períodos. De este valor neto, algo más de 200 millones corresponden a créditos comerciales y el resto a préstamos financieros. Si se analizan unos y otros en virtud de los plazos concedidos por la banca a su clientela residente, casi la totalidad de los créditos comerciales en divisas fueron otorgados a corto plazo, siendo muy pequeña la participación de los créditos a plazo superior al año, cuyo saldo neto fue, además, negativo. Por el contrario, dentro de los préstamos financieros en divisas de la banca delegada, los de plazo mayor de un año son superiores en términos brutos y netos a los de corto plazo. Su influencia en la balanza capital fue, por otro lado, completamente distinta, ya que mientras los primeros supusieron unas entradas de divisas en el mercado español de 477 millones de dólares, los de plazo inferior a un año arrojaron unas amortizaciones superiores a los ingresos en 437 millones de dólares. En esta evolución de los préstamos financieros puede apreciarse el impacto de las medidas disuasorias que las autoridades monetarias españolas emprendieron en la mitad del año pasado, ya que estos préstamos son los únicos que, según la circular 9-DE, necesitan autorización. En efecto, se restringió la entrada de capitales con un plazo de amortización inferior a dos años.

El distinto comportamiento de las cuentas en pesetas de no residentes, segundo de los apartados antes referidos, entre la primera y la segunda mitad de 1978 también es consecuencia directa de la orden de 21 de junio de ese año según la cual se restablecieron las limitaciones sobre los depósitos en pesetas convertibles<sup>4</sup>. Las cuentas más afectadas por esta disposición fueron, naturalmente, las de pesetas para pagos en España, que, después de haber registrado un aumento de 115 millones de dólares entre enero y mayo de 1978, disminuyeron en los meses siguientes hasta acabar totalizando unas salidas netas de divisas de 145 millones de dólares para el conjunto del año. La evolución a lo largo del mismo de las cuentas de pesetas «B», que se ven afectadas en menor medida por la situación monetaria interna al no poder ser nutridas mediante aportaciones directas de divisas, redundó en un aumento de las mismas de sólo 14 millones de dólares.

En resumen, la conjunción de una política monetaria restrictiva interior y de una abundancia de liquidez en los mercados financieros internacionales se expresó, a lo largo de 1978, en unas condiciones diferenciales —en cuanto a posibilidades de obtención de préstamos y tipos de interés y plazo de los mismos— que estimularon el recurso a las fuentes exteriores de financiación y la consiguiente importación neta de capitales. Puesto que la balanza de pagos por cuenta corriente había pasado a una situación excedentaria, este comportamiento de la balanza de capitales contribuyó a intensificar la acumulación de reservas exteriores. Esto creó, a su vez, graves dificultades al control monetario interno. En un intento de aliviar estos problemas, las autoridades endurecieron las condiciones requeridas para la toma de préstamos en el exterior, especialmente desde mediados de año, lo que motivó el distinto comportamiento de los movimientos de capital a corto plazo entre la primera y la segunda mitad del año. Por otra parte, el sector público redujo su ritmo de endeudamiento exterior e incluso procedió, en el período agosto-noviembre, a amortizar anticipadamente el préstamo al Reino de España obtenido en 1976 por un importe de 1.000 millones de dólares. Finalmente y como resultado de este proceso, unido al excedente de la balanza por cuenta corriente, el tipo de cambio medio mensual de la peseta, en términos de posición efectiva, se apreció en un 9,4% entre diciembre de 1977 y diciembre de 1978.

<sup>4</sup> Estas limitaciones consisten en la obligación de mantener depósitos sin interés en el Banco de España por una cuantía equivalente al incremento de las cuentas extranjeras en pesetas, tanto las denominadas cuentas «A» como las cuentas «B», así como la prohibición de satisfacer ninguna remuneración por dichos depósitos.

<sup>3</sup> Esta cifra sólo incluye la financiación «directa» del exterior, y no la que se intermedia a través de la banca delegada de acuerdo con los términos de la circular 9-DE.

# La deuda exterior de España a largo plazo

El Banco de España publica por vez primera las cifras del endeudamiento exterior español con vencimiento superior a un año, cubriéndose en la actual presentación el período comprendido por los años 1973 y 1978. Los datos posteriores a esta última fecha serán dados a conocer en lo sucesivo trimestralmente a través del *Boletín Estadístico* que edita el Banco de España.

Desde un punto de vista estadístico la deuda exterior española a largo plazo se presenta en dos cuadros, cada uno de los cuales examina la composición de aquélla desde un ángulo distinto. En el primero, se distribuye la deuda por clase de prestatarios para analizar el destino de los fondos recibidos del exterior, mientras que en el segundo, la composición por prestamistas permite estudiar las fuentes de obtención de dichos fondos. Antes de entrar en su descripción es necesario analizar el significado preciso de las cifras y algunos pormenores de su elaboración. En primer lugar, los datos de ambos cuadros, que originariamente estaban expresados en su propia moneda, han sido convertidos a dólares por aplicación de los últimos cambios centrales vigentes<sup>1</sup>. Con este procedimiento de valoración se puede obtener una mejor idea de la actividad prestataria, esto es, de los aumentos o disminuciones de la deuda exterior que no son debidos a las oscilaciones de los tipos de cambio. Sin embargo, dados los fuertes movimientos que las cotizaciones de las monedas han registrado en los últimos años, desde el abandono del sistema de tipos de cambio fijos, la valoración a cambios constantes y lejanos en el tiempo distorsiona sin duda el fenómeno económico básico que se pretende reflejar. En vista de esto, a efectos de completar la información se ofrece en el cuadro de composición de la deuda por prestatarios un apartado con la valoración del total de la misma a los cambios oficiales de compra de final de período.

Entrando a analizar con un poco más de detalle la forma de elaboración de estas cifras, los pasivos en moneda extranjera de la banca delegada española frente a no residentes están consignados dentro del total de la deuda en forma neta, esto es, deducidos los activos exteriores en moneda extranjera. Tanto la circular 3-DE vigente hasta enero de 1979 como la 9-DE promulgada en sustitución de aquélla, mantuvieron el principio, establecido en la circular 242 del desaparecido IEME, de que los recursos obteni-

---

<sup>1</sup> Se denominan tipos de cambio centrales a los que a efectos operativos sustituyeron, con posterioridad a los acuerdos de diciembre de 1971, a las paridades oficiales del F.M.I. que nunca fueron derogadas formalmente. Los tipos de cambio centrales a que se hace referencia en el texto estuvieron en vigor entre febrero de 1973, fecha de la segunda devaluación del dólar USA, y la declaración generalizada de flotación libre de las monedas que culminó en enero de 1974.

dos por la banca en los mercados internacionales podían ser objeto de colocación en el exterior, con carácter más o menos general, o en el interior, a través de depósitos en otras entidades delegadas o mediante financiaciones en divisas, a clientela residente, de operaciones comerciales con el exterior o de préstamos autorizados por el Banco de España. Como el conjunto de cuentas activas en moneda extranjera de la banca delegada debe coincidir con el de sus cuentas pasivas de análoga denominación, la financiación interior en divisas a clientela residente resulta ser el saldo neto de las operaciones de la banca en los mercados internacionales y, en ese sentido, se incluye su valor, por lo que al largo

plazo se refiere<sup>2</sup>, en sustitución de las cifras brutas. Del total de préstamos y créditos en divisas concedidos por la banca delegada al interior de la economía con vencimientos superiores al año se ha excluido, no obstante, la parte destinada a financiar exportaciones, por compensarse con los activos que, como resultado de estas operaciones, España detenta frente a los importadores extranjeros.

Por lo que respecta al cuadro de composición de la deuda por prestatarios, el sector público está entendido en su sentido más amplio, comprendiendo tanto la Administración Pública como el Instituto Nacional de Industria y sus empresas, la RENFE y otros organismos públicos, entre los que puede destacarse el Instituto de Crédito Oficial. No se ha considerado, sin embargo, como pública la deuda del sector privado avalada por el Estado. Dentro del apartado dedicado al Estado se incluye el endeudamiento con el Fondo Monetario Internacional (F.M.I.) por las operaciones especiales de financiación («oil facility» y «compensatory financing facility»). En el cuadro de distribución de la deuda por clase de prestamistas, dentro de «otros organismos y entidades públicas extranjeras» se incluyen, entre otros, los créditos concedidos por la «Agency for International Development», el «Kreditanstalt für Wiederaufbau» y el «Development Loan Fund». Por entidades financieras extranjeras se entienden los bancos y sociedades de crédito, incluyéndose bajo el nombre de entidades no financieras extranjeras los créditos comerciales otorgados por proveedores así como los de carácter financiero facilitados por particulares, casas matrices, etc.

Analizando desde un punto de vista económico la evolución de la deuda exterior española a largo plazo, y remontándonos a un período anterior al cubierto por los cuadros, el primer rasgo que debe señalarse es que su crecimiento es un fenómeno relativamente reciente en la economía española. Hasta finales de 1966, el endeudamiento público español era muy pequeño y en su mayor parte estaba constituido por préstamos contraídos por el Estado. A partir de este año y hasta el final de la década de los sesenta, la necesidad de financiar los «déficits» que se iban produciendo en la balanza de pagos indujo a un recurso a los mercados financieros internacionales. Las vías fundamentales de ob-

<sup>2</sup> Nótese que en este caso la clasificación temporal se atiene al plazo de los activos de la banca delegada frente a su clientela residente y no al de vencimiento de sus pasivos frente al exterior, que en un porcentaje elevado suele ser inferior al año. Con ello se introduce cierta pérdida de homogeneidad que en la actualidad es imposible subsanar. Por lo que respecta a la balanza de pagos por cuenta de capital, dicho inconveniente se ha corregido recogiendo estas operaciones dentro del epígrafe «instituciones bancarias privadas», que no tiene asignado un plazo específico.

## 1. Deuda exterior de España a largo plazo

Composición por prestatarios

Millones de dólares

	DIC 1973	DIC 1975	JUN 1977	DIC 1978
1. <b>Total a cambios centrales (2+3)</b>	<b>3.569</b>	<b>7.811</b>	<b>11.774</b>	<b>14.727</b>
2. <b>Deuda del sector público</b>	<b>1.256</b>	<b>3.790</b>	<b>6.159</b>	<b>6.961</b>
Estado	452	1.198	2.782	2.287
RENFE	241	668	851	940
INI	135	500	511	500
Empresas del INI	428	1.089	1.473	2.436
Otros organismos públicos	—	335	542	798
3. <b>Deuda del sector privado</b>	<b>2.313</b>	<b>4.021</b>	<b>5.615</b>	<b>7.766</b>
Con garantía del Estado	481	750	1.003	1.217
Sin garantía del Estado	1.832	3.271	4.612	6.545
Pro memoria: total a cambios de mercado	—	<b>7.958</b>	<b>12.359</b>	<b>17.158</b>

## 2. Deuda exterior de España a largo plazo

Composición por prestamistas

Millones de dólares

	DIC 1975	JUN 1977	DIC 1978
1. <b>Total (2+3+4)</b>	<b>7.811</b>	<b>11.774</b>	<b>14.727</b>
2. <b>Entidades públicas extranjeras</b>	<b>2.183</b>	<b>2.469</b>	<b>2.627</b>
Estados Nacionales	101	93	84
Banco Mundial	245	247	240
F.M.I.	599	690	742
Eximbank	515	732	804
Eurofima	100	147	159
Otros organismos y entidades públicas	623	560	598
3. <b>Entidades privadas extranjeras</b>	<b>4.482</b>	<b>7.665</b>	<b>9.974</b>
Entidades financieras	3.838	6.818	9.078
Entidades no financieras	644	847	896
4. <b>Banca delegada española</b>	<b>1.146</b>	<b>1.640</b>	<b>2.126</b>

tención de recursos exteriores en este período fueron el INI, la RENFE y las Autopistas, a las que el Estado concedió su aval y garantizó el tipo de cambio.

Entre los años 1970 y 1973, sin embargo, este proceso —que, por otra parte, tampoco había situado la deuda exterior española a un nivel alto, si se compara con la de otros países— se vio interrumpido por el cambio que experimentaron en dicho período las cuentas de España con el exterior. En efecto, tras las políticas restrictivas de los años 1968-1970, la balanza de pagos española por cuenta corriente registró «superávits» de forma progresiva en los años siguientes, con lo que la actividad prestataria decreció. Y es en 1974 cuando dio comienzo el fuerte y continuado recurso de la economía española a los mercados internacionales de capitales que han venido caracterizando estos últimos años y que ha situado el monto de la deuda viva exterior de España a largo plazo, al final de 1978, en 14.727 millones de dólares frente a los 3.569 millones pendientes al término de 1973, ambas cifras valoradas a los últimos cambios centrales vigentes.

La raíz de este proceso de intensas apelaciones al crédito exterior hay que situarla en el establecimiento de los nuevos precios del petróleo a finales de 1973, que dio lugar a la creación de fuertes desequilibrios en los pagos internacionales y a una acentuación de las presiones inflacionistas que los países industriales más directamente afectados intentaron combatir mediante políticas de corte claramente restrictivo. España, al contrario que otros países, trató de distribuir en el tiempo el impacto de la crisis y los costes sociales correspondientes, con lo que el proceso de ajuste no tuvo la intensidad necesaria para reducir el déficit de su balanza de pagos que se veía, por otra parte, amplificado por la debilidad de la demanda exterior. De esta forma, los crecientes «déficits» que se fueron produciendo en la cuenta corriente de la balanza de pagos entre 1974 y julio de 1977 hubieron de ser financiados, en parte, por un descenso en los activos exteriores a corto plazo y, fundamentalmente, a través del recurso a los mercados financieros internacionales.

En esta actividad prestataria hay que destacar el papel desempeñado por el *sector público* que, de representar en 1973 el 35% del total de la deuda a largo plazo, pasó a situarse por encima del 52% entre el segundo trimestre de 1977 y la primera mitad de 1978. En el último semestre de 1978, sin embargo, la participación de este sector en el total de la deuda había descendido al 47%, ya que el cambio de signo del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente en 1978 no sólo ha llevado al sector público a abandonar la toma de préstamos

exteriores con finalidad «compensatoria» de los déficits, sino que le ha permitido la devolución anticipada del crédito de 1.000 millones de dólares concedido al Reino de España en 1976. Dentro del sector público, la actuación prestataria del *Estado* en los mercados internacionales fue creciendo con el transcurso del tiempo, especialmente a partir de 1976, hasta comienzos de 1978. En efecto, si se excluye la «oil facility», la deuda exterior del Estado a largo plazo era de sólo 599 millones de dólares a finales de 1975, lo que representaba menos de un 6% del endeudamiento total español a largo plazo en ese año y un aumento inferior a 150 millones de dólares respecto a la situación de finales de 1973. En junio de 1978, tras un incremento de 2.077 millones de dólares sobre diciembre de 1975, la deuda exterior a largo plazo del Estado se situaba en 2.676 millones y su relación con el total de la deuda se elevaba por encima del 18%. En términos de financiación neta, los mayores aumentos del endeudamiento del Estado se registraron en los meses previos a la última devaluación de la peseta en julio de 1977, habiendo aportado más de 1.000 millones de dólares en los seis primeros meses de dicho año. Ya en 1978, y por las razones señaladas de mejora de la balanza de pagos, la toma de préstamos del Estado en los mercados exteriores se ha detenido y ha dejado paso a cancelaciones anticipadas de operaciones anteriores que han permitido reducir a 1.664 millones de dólares la deuda exterior del Estado y al 11% su participación en la deuda exterior total de España al concluir el año 1978.

Por lo que respecta al *sector privado*, el crecimiento de la deuda sin garantía del Estado fue superior al de la deuda garantizada. Entre finales de 1973 y el término de 1978 la deuda no garantizada aumentó en más de 4.700 millones de dólares, mientras que la garantizada lo hizo en 736 millones de dólares.

Finalmente, desde el punto de vista de las fuentes de financiación, la mayor parte de las necesidades han venido siendo cubiertas por entidades privadas extranjeras y, dentro de éstas, por entidades financieras. Su participación ha sido además creciente en el tiempo ya que, si en 1975 la deuda pendiente con dichas entidades representaba un 49% de la deuda viva de España a largo plazo, a finales de 1978 este porcentaje se había ampliado hasta casi el 62%, habiéndose acercado al 65% en algunos momentos de este último año. En términos de financiación neta, las entidades financieras extranjeras facilitaron más de 5.200 millones de dólares durante el período 1975-1978 frente a los 252 millones de las entidades no financieras, los 980 millones de la banca delegada española y los 444

millones de las entidades públicas extranjeras. Por lo que a estas dos últimas fuentes se refiere, la deuda viva pendiente a finales de 1978 por financiación en divisas de la banca delegada a su clientela residente, por operaciones financieras o de importación<sup>3</sup>, ascendía a 2.126 millones, lo que representa cerca del 15% del total de la deuda viva a largo, mientras que la contraída con entidades públicas exteriores se situaba en 2.627 millones de dólares, esto es, poco menos de 18% de aquélla. Dentro de dichas entidades, el principal acreedor individual es el «Eximbank», seguido de cerca por el Fondo Monetario Internacional.

---

3 Recuérdese que esta cifra no representa la deuda exterior a largo plazo de la banca delegada entendida como el conjunto de pasivos exteriores de la misma a más de un año, ni tampoco el saldo neto entre activos y pasivos exteriores a más de un año, sino las operaciones de financiación en divisas a largo plazo de la banca delegada a su clientela residente previstas en la circular 3-DE (hoy 9-DE) con exclusión de las destinadas a financiar exportaciones.

Existe un último aspecto sobre el que, para terminar, ha de hacerse una breve reflexión. Como puede observarse en el cuadro 1, en los últimos años se ha producido una fuerte distanciación entre los resultados de valorar la deuda exterior a los últimos cambios centrales vigentes y a los cambios oficiales de compra de final de período. En diciembre de 1975 ambos procedimientos de valoración condujeron a una cifra muy similar: 7.811 millones de dólares a cambios centrales y 7.958 millones a los cambios de compra del último día de dichos años. Al término de 1978, por el contrario, la deuda exterior a largo plazo valorada a los cambios compradores de final de año fue de 17.158 millones de dólares, superior, por tanto, en 2.431 millones de dólares a la valorada por aplicación de los cambios centrales. La causa de este fenómeno no es otra que las amplias oscilaciones que a lo largo de todo ese período registraron las cotizaciones de las monedas.

## El Banco de España y el mercado de deuda pública

La emisión de deuda amortizable al 10,25% de diciembre de 1967 ha iniciado una nueva etapa en la política seguida respecto a la deuda pública. Hasta ese momento, en efecto, rara vez desde la década de los años treinta había acudido el Estado al mercado de emisiones en condiciones competitivas, mientras que desde entonces ha ofrecido en tres ocasiones, por cuantías considerables y a tipos de interés de mercado, títulos de deuda que, por otra parte, no son computables, excepción hecha de la deuda de junio de 1978 para las cajas, en ningún coeficiente de inversión obligatoria de las instituciones bancarias. Esta política proseguirá en el año 1979 con un volumen de emisiones inicialmente previsto de 70.000 millones, y no es aventurado suponer que mantendrá su continuidad en años sucesivos.

Esta política de emisiones en condiciones de mercado deriva, por supuesto, de necesidades financieras del Tesoro, pero forma asimismo parte del conjunto de reformas del sistema financiero que se han venido produciendo en los últimos tiempos. Así, con ella se pretende también contribuir a aumentar la gama de instrumentos financieros a disposición de las instituciones bancarias y del público en general, a desarrollar un mercado secundario de estos instrumentos y a facilitar, en fin, por diversos cauces que no cabe analizar aquí, la instrumentación de la política monetaria.

Coincidiendo con tal planteamiento, el Banco de España inició en marzo de 1978 una política de apoyo al mercado secundario de estas nuevas emisiones de deuda, encaminada a incrementar la liquidez de los títulos y a facilitar la aparición y fortalecimiento de un mercado bursátil activo. El razonamiento que preside esa política es, en esencia, el siguiente. La liquidez de los títulos tiene a la larga que derivar exclusivamente de la existencia de un activo mercado bursátil, que a su vez depende de que las tenencias de dichos títulos en manos del público y de instituciones financieras (no forzadas a ello por coeficientes obligatorios) sean importantes. Ahora bien, esas tenencias sólo pueden llegar a ser sustanciales si los títulos gozan de una adecuada liquidez. Surge así un círculo vicioso que es necesario romper en algún punto para asegurar el logro de todos esos objetivos.

La política del Banco de España de intervención en el mercado bursátil de deuda pública es el mecanismo destinado a incrementar, en una fase inicial, la liquidez de la deuda pública con el fin de aumentar su atractivo para futuros tenedores. De lo expuesto se desprende que la actual intervención del Banco se concibe como un mecanismo solamente transitorio, lo que no significa ni que en el

## 1. Valores de más frecuente cotización en 1978

Bolsa de Madrid

	Días cotizados	% sobre días posibles
<b>Efectos públicos</b>		
Renfe	167	84
Amortizable 10,25%, 77	159	98 (a)
Amortizable 9,50%, 78	75	90 (a)
Amortizable 6%, 5-72	141	71
Interior 4%	138	70
Cédulas inversión, 65	136	70
Cédulas inversión, 66	136	70
Amortizable 4%, 71	128	65
<b>Bonos de caja bancarios</b>		
Europeo 11.ª, 76	198	100
Europeo 9.ª, 74	198	100
Europeo 10.ª, 75	197	99
Bankinter 14.ª	196	99
Bankinter 15.ª	195	98
Bankinter 12.ª	195	98
Europeo 8.ª, 73	192	97
<b>Otras obligaciones</b>		
Piritas, 76	151	76
Uralita, 76	135	68
Seat, 68	108	55
Seat, 70	102	52
Seat, 71	100	51
Explosivos, 77	69	35
Hidroila, 26.ª	65	33
Hidroila, 13.ª	61	31
Salto Sil, 55	57	29

Fuente: Bolsa de Madrid.

(a) Las amortizables 10,25%, 77 y 9,50%, 78 empezaron a cotizar en 1978, en marzo y agosto respectivamente.

futuro no exista intervención del Banco de España motivada por otras razones (v. gr. como fórmula de creación o absorción de activos líquidos alternativa a las actuales), ni que dicha intervención sea un fenómeno que no vaya a persistir durante un período relativamente largo. En cualquier caso, la intervención del Banco de España destinada a incrementar la liquidez de la deuda pública no deja de encerrar peligros y requiere su instrumentación mediante unas reglas precisas y claras, aplicadas de forma coherente y sin discontinuidades.

Aquel objetivo sería inalcanzable si la política de apoyo se entendiera como política de sostén de los cambios. Consiguientemente, la instrumentación se ha realizado de modo que se garantice una fluidez razonable al mercado sin contrariar la tendencia básica de los precios. El Banco de España, en general, se limita a complementar las contrapartidas espontáneas del mercado una vez que éstas han fijado un precio; y trata de reproducir la conducta de un operador privado cuando la ausencia total de contrapartida espontánea le fuerza a intervenir en la fijación del precio.

## 2. Valores de mayor negociación efectiva en 1978

Bolsa de Madrid

	Millones de pesetas	% sobre valor efectivo cotizable
<b>Efectos públicos</b>		
Amortizable 10,25%, 1977	1.358	6
Amortizable 9,50%, 1978	1.023	10
Renfe	701	3
Amortizable 4%, 1953	602	4
Amortizable 6%, 5, 1972	412	5
<b>Bonos de caja bancarios</b>		
Bankinter 14.ª	3.615	45
Bankinter 15.ª	3.409	42
Bankinter 11.ª	1.886	37
Bankinter 10.ª	1.741	34
Europeo 11.ª, 76	1.661	27
Urquijo, 73	1.459	24
Induban 12.ª	1.273	16
Europeo 10.ª, 75	1.133	22
Induban 15.ª	1.035	25
Bankinter 12.ª	961	19
<b>Otras obligaciones</b>		
Explosivos, 77	138	4
Vallehermoso, 76	35	6
Explosivos, 76	28	3
Piritas, 76	25	1
Seat, 7-74	25	1
Galerías, 66	22	30

Fuente: Bolsa de Madrid.

No puede afirmarse categóricamente que la acción del Banco haya carecido de influencia sobre los precios, pero sí puede sostenerse que ésta no ha sido intensa, que no ha contrariado la tendencia espontánea del mercado y que su mayor efecto en este sentido se ha traducido probablemente en suavizar los valores extremos de sus fluctuaciones.

En cuanto a la creación de un mercado secundario activo, objetivo inmediato de la operación, los cuadros 1 y 2 son suficientemente expresivos de que la acción del Banco ha sido muy positiva desde este punto de vista. Tanto atendiendo a la negociación efectiva absoluta y relativa como a la frecuencia de cotización, las dos emisiones a las que se ha apoyado en 1978 se han mostrado las más activas dentro de los fondos públicos y considerablemente más activas que las obligaciones privadas no bancarias. Únicamente los bonos de caja de algunos bancos industriales muestran ventaja en este sentido.

Existen, sin embargo, elementos cualitativos importantes que matizan la comparación. En primer lugar, los bonos de caja de los bancos industriales funcionan más como depósitos que como títulos



valores. A pesar de los 32.400 millones de pesetas que alcanzó su negociación efectiva en 1978, lo que supuso casi el 37% de la negociación bursátil total en Madrid, los precios de los bonos de mayor negociación prácticamente no sufren oscilación alguna y además se sitúan en torno a la par; sólo algunos bonos que se negocian escasamente tienen precios que oscilan con amplitud y son comparables a otros títulos de renta fija privados. En segundo lugar, las trabas para la negociación derivadas de la asignación de los títulos al cumplimiento de reservas obligatorias o a inversiones para deducciones fiscales reducen en la práctica el volumen negociable respecto al emitido, y estas circunstancias afectan de modo más intenso a la deuda pública que a los bonos de caja.

Llevando la comparación incluso a las acciones, resulta que únicamente seis sociedades han registrado una negociación efectiva de sus acciones en la Bolsa de Madrid superior a la negociación de la deuda del 10,25% de diciembre de 1977, y sólo nueve han superado la de la deuda del 9,50% de junio de 1978, y esto a pesar de que ninguna de las dos ha cotizado el año completo.

Así, pues, cabe concluir que la política de apoyo al mercado de deuda pública ha cumplido una función útil, que parece conveniente mantener; sobre todo, cuando se abre un período en el que el recurso del Tesoro al mercado de emisiones va a incrementarse considerablemente.



**Circulares del Banco de España**

**Circular a la banca privada  
N.º 157  
Asunto: cuenta de pérdidas y  
ganancias**

Las políticas de beneficios y de dividendos deben subordinarse a la efectividad de los recursos propios de las empresas. Este principio es aún más trascendente en la actividad bancaria dada la desproporción existente entre los recursos propios y la financiación recibida de terceros. No es suficiente con el cumplimiento del coeficiente de garantía establecido con carácter general sino que cada entidad bancaria, singularmente considerada, debe mantener una suma de recursos propios suficientes para hacer frente en todo momento a los riesgos de pérdidas inherentes a sus activos y a las pérdidas eventuales en su explotación.

Una adecuada política de beneficios exige reconocer, contabilizar y absorber las pérdidas en cuanto se produzcan, dotar adecuadamente las amortizaciones, provisiones, provisiones y fortalecer las reservas, todo ello con independencia del tratamiento fiscal que en cada caso corresponda. Los criterios de valoración del balance bancario deben estar condicionados por la exigencia de la máxima garantía para los acreedores: prudencia en las valoraciones para lograr la integridad de los recursos propios en defensa y seguridad de los depositantes.

El principio de prudencia valorativa en el orden patrimonial obedece también a exigencias de índole jurídica recogidas en la vigente Ley de Régimen Jurídico de Sociedades Anónimas y en el artículo 39 del Código de Comercio que textualmente dispone: «Sin perjuicio de lo establecido por Leyes especiales, las partidas del balance se valorarán con arreglo a criterios objetivos que garanticen los intereses de terceros y siguiendo los principios que exige una ordenada y prudente gestión económica de la empresa. Habrá de mantenerse una continuidad en los criterios de valoración que no podrán ser variados sin causa razonada, que deberá expresarse, en su caso, en el propio libro de inventarios y balances.» Esta preocupación patrimonial preside los principios de valoración y criterios valorativos del Plan General de Contabilidad aprobado por Decreto 530/1973, de 22 de julio.

Las normas reguladoras del balance bancario obedecen a ese principio de prudencia, como se deduce del número 4 de la Orden de 1 de julio de 1968 y de la Circular del Banco de España núm. 35 (normas 12, 13, 14, 18, 20, 23, 30, 37 y 38).

Ahora bien, teniendo presente, de una parte, que la experiencia muestra que no siempre se han respetado estos principios y normas y aplicándose en ocasiones criterios subjetivos, y, de otra parte, que en las actuales circunstancias es preciso extremar la prudencia en las valoraciones y en la distribución de beneficios, se considera necesario dictar algunas reglas concretas sobre valoración de determinadas partidas del balance bancario para conseguir la necesaria objetividad y uniformidad, sin perjuicio de que estas materias se estudien y regulen en toda su profundidad cuando se establezca la aplicación a la Banca del Plan General de Contabilidad.

Consideración especial merece la cuenta de pérdidas y ganancias que publican los Bancos. Este estado financiero —que en unión del balance constituye el documento básico de información a los accionistas, a cuantos se relacionan con las entidades bancarias y a los posibles inversionistas— no sólo ha de ser la expresión exacta del beneficio o pérdida del ejercicio, sino que debe expresar separadamente los resultados procedentes de la actividad típica o normal, los de carácter atípico y extraordinario y la política de amortizaciones y saneamiento. Para cumplir esta finalidad algunos Bancos,

haciendo uso de la autorización expresa contenida en la Orden del Ministerio de Hacienda de 10 de enero de 1951, publican una información más amplia de la mínima prevista en el modelo de cuenta de pérdidas y ganancias establecido en dicha disposición. Con el objeto de impulsar esta política informativa y en tanto se adapte el Plan General de Contabilidad a las empresas bancarias y se dicten las normas procedentes, el Banco de España considera conveniente recomendar a los Bancos publiquen su cuenta de pérdidas y ganancias ajustándose, como mínimo, al modelo que con carácter orientativo se contiene en esta Circular.

Por todo ello, el Consejo Ejecutivo del Banco de España, en uso de las facultades que le han sido concedidas en la Orden de 1 de julio de 1968, en su reunión del 15 del corriente mes, ha acordado dirigir a los Bancos las siguientes instrucciones y recomendaciones:

## 1. Inversiones crediticias y avales

1.1. Las inversiones crediticias y los avales prestados constituyen la principal magnitud de los activos bancarios y de su calidad depende el principal riesgo de los depositantes, de donde se infiere la necesidad de un riguroso y constante estudio de los deudores, no sólo en el momento de conceder los créditos sino en su seguimiento permanente para determinar su valor real a efectos del balance, pues a estos fines no basta aplicar promedios estadísticos para determinar las pérdidas por insolvencias.

1.2. Como resultado del referido estudio individualizado de los riesgos, los Bancos cumplirán indefectiblemente en sus propios términos lo dispuesto en las normas 12.1 (Cartera de efectos), 14.1 (Créditos) y 20.6 (Deudores morosos, en litigio o de cobro dudoso) de la Circular núm. 35 del Banco de España.

1.3. Los créditos fallidos deben causar baja en el activo en el momento en que se produzca o conozca la insolvencia patente del deudor por declaración de quiebra, suspensión de pagos con insolvencia definitiva, o notoriedad de insolvencia económica, es decir, cuando existan indicios razonables de que los activos del deudor son insuficientes para el pago de los pasivos.

1.4. Los créditos de dudoso cobro serán valorados con criterio conservador, no debiendo retrasarse la baja en el activo de un crédito básicamente sin valor aunque su cobro parcial sea eventualmente posible. Los créditos vencidos, si bien no siempre son de dudoso cobro o fallidos, frecuentemente son la fase previa del estado de insolvencia, especialmente cuando permanecen en mora durante un prolongado espacio de tiempo; un alto porcentaje de préstamos vencidos siempre es una indicación de pérdidas seguras o, al menos, potenciales.

Como el tiempo de morosidad constituye un factor objetivo del grado de insolvencia, se considera que el nivel de cobertura que deben alcanzar las dotaciones acumuladas de los fondos de provisión, provisión o de autoseguro de insolvencias, debe ser, como mínimo, el que se expresa mediante los siguientes porcentajes:

Tiempo de permanencia en la cuenta «Créditos morosos, en litigio o de cobro dudoso»	Porcentaje mínimo de cobertura
Sin exceder de 6 meses . . . . .	No es preceptiva la cobertura
Más de 6 meses sin exceder 12 meses.	25%
Más de 12 meses sin exceder 18 meses.	50%
Más de 18 meses sin exceder 24 meses.	75%
Más de 24 meses . . . . .	100%

Los créditos de muy dudoso cobro, cualquiera que sea su tiempo de morosidad y aun aquellos que no hayan vencido, se deben dar de baja en el activo o estar cubiertos en su totalidad, sin menoscabo de que el resto de los créditos quede cubierto por los porcentajes anteriormente señalados.

Para alcanzar el nivel de cobertura anteriormente establecido, los Bancos se ajustarán al siguiente plan de acomodación:

- En el año 1978 se alcanzará como mínimo el . . . . . 20%
- Al cierre del ejercicio 1979 se alcanzará como mínimo el . . . . . 45%
- Al cierre del ejercicio 1980 se alcanzará como mínimo el . . . . . 70%
- Al cierre del ejercicio 1981 se alcanzará como mínimo el . . . . . 100%

1.5. Los riesgos por avales prestados exigen la adopción de análogas medidas aunque no se haya producido el vencimiento de las garantías y afianzamientos prestados.

1.6. En tanto no se perciban, los intereses de los créditos en mora, en litigio o de cobro dudoso no deben nutrir los resultados netos del ejercicio. En los casos en que sean liquidados, tales devengos deben abonarse a las pertinentes cuentas de provisiones sin perjuicio de que puedan ser traspasados a la cuenta de resultados cuando se satisfagan por el deudor.

1.7. Con independencia de lo dispuesto en los párrafos anteriores, los principios de una ordenada y prudente gestión económica que garanticen los intereses de los depositantes exigen que los Bancos realicen la adecuada política de autoseguro, de provisiones o de provisiones en relación con los riesgos que en todo momento comportan las inversiones crediticias y los avales en curso.

## 2. Cartera de títulos y participaciones

2.1. En las normas 13.1 y 13.3 de la Circular núm. 35 de este Banco de España se establece el principio general de que la Cartera de Títulos y Participaciones se valorará por el precio de coste y se determina la forma y cuantía mínima para sanear las minusvalías. A continuación se dictan reglas aclaratorias aplicables a casos específicos:

2.2. El precio de coste de los valores vendrá determinado por el desembolso efectivamente realizado para su adquisición incluido, en su caso, el coste de los derechos de suscripción adquiridos o el valor asignado a los derechos emanados de los títulos integrantes de la cartera, más los gastos inherentes a la operación y deducidos los descuentos de

suscripción que se obtengan. En las compras y ventas en que todo o parte del precio sea de pago aplazado y éste comprenda los intereses de aplazamiento, se deducirán éstos del precio total para determinar el coste o el producto.

2.3. Como consecuencia de la regla precedente, la suscripción de acciones, tanto sin liberar como total o parcialmente liberadas, no dará lugar a ningún beneficio contable, pues el coste de las mismas será la suma de los desembolsos que se efectúen, los gastos y el valor asignado a los derechos aplicados dimanantes de los títulos que se poseían en cartera que, a su vez, disminuirá el valor contable de éstos. Tampoco originará beneficio contable la transformación de títulos de renta fija en títulos de renta variable ya que el coste de los títulos adquiridos será la suma del valor contable de los entregados, de los desembolsos a que la operación dé lugar y de los gastos que se produzcan.

2.4. En el caso de venta de los derechos de suscripción se disminuirá, en la parte que corresponda, el valor contable de las acciones de que dimanen los derechos.

2.5. No deben realizarse revalorizaciones más que en los casos previstos en las Leyes de regularización de balances. En consecuencia, no se considera adecuada práctica bancaria las revalorizaciones indirectas mediante la venta de títulos en cartera y posterior compra de los mismos o de títulos equivalentes.

2.6. Es totalmente improcedente, y por tanto rechazable, la obtención de beneficios contables mediante la venta de valores, cotizados o no, a empresas o personas vinculadas al Banco cuyo precio se satisfaga, directa o indirectamente, con fondos procedentes del propio Banco. También es rechazable la operación de trasladar resultados entre el Banco y empresas a él vinculadas mediante operaciones similares u otras que persigan igual finalidad.

2.7. Si bien la norma 13.3 de la citada Circular núm. 35 establece que las minusvalías de los títulos cotizados en Bolsa se sanearán aplicando, como mínimo, el 5% del beneficio líquido del ejercicio, se recuerda que una prudente gestión exige acelerar dicho saneamiento y, en todo caso, atemperar la política de dividendos en tanto no se saneen totalmente las minusvalías.

2.8. Los Consejos de Administración deben prestar la necesaria atención a la valoración de los títulos y participaciones que no se coticen en Bolsa. Las participaciones en empresas que se explotan con pérdida deben sanearse, al menos, anualmente, cuidando, cuando se trate de filiales, que sus resultados no queden alterados mediante la concesión de créditos a tipos privilegiados de interés y que los costes financieros de dichas empresas y otros gastos se incorporen indebidamente al valor de sus activos.

### **3. Inmuebles, mobiliario e instalaciones**

3.1. La Circular núm. 35, en su norma 18.4, dispone que estas inversiones que constituyen el activo inmovilizado material lucirán en el balance por el precio de coste deducidas las amortizaciones practicadas. En consecuencia, está prohibida toda revalorización que no dimane de regularizaciones del balance legalmente establecidas.

3.2. El precio de coste o de adquisición comprenderá las sumas satisfechas al vendedor y al constructor, los impues-

tos que graven la adquisición y las obras, transportes, instalación, montaje y otros similares cuyos importes quedarán justificados documentalmente.

3.3. No se incorporarán al precio de coste, sino que se cargarán a pérdidas y ganancias a medida que se devenguen, los intereses de los capitales invertidos, procedan o no de préstamos, y los correspondientes a las compras con pago aplazado, a cuyo fin cuando el precio comprenda, tácita o expresamente, los intereses de aplazamiento se efectuará el pertinente ajuste. Este ajuste procederá también en las ventas con precio aplazado.

3.4. Únicamente se incorporarán al inmovilizado aquellas partidas que representen adiciones o sustituciones de activos amortizados, y las mejoras que supongan un aumento del rendimiento o de la capacidad de los elementos instalados. Por tanto, se llevarán a la cuenta de resultados los gastos de explotación, conservación, entretenimiento y reparación y, en general, todos los desembolsos que no prolonguen de manera apreciable la vida útil, los que no aumenten de modo sustancial su valor, y los que se limiten a conseguir un buen estado de explotación.

3.5. El gasto por amortizaciones se produce cualquiera que sea el resultado económico de la empresa y el valor de mercado del bien objeto de amortización, de donde se deduce que obligatoriamente la amortización contable debe practicarse con independencia de los resultados del ejercicio y aunque con su contabilización se anule el beneficio, se produzcan pérdidas o se incrementen las ya existentes. Las amortizaciones deben ser reconocidas y contabilizadas en la cuenta de explotación y no deben ser consecuencia de la distribución o aplicación de los resultados.

3.6. Se recomienda a los Bancos apliquen en sus amortizaciones los coeficientes máximos autorizados por la Orden del Ministerio de Hacienda de 23 de febrero de 1965, modificada por la de 7 de junio de 1978, y se prohíbe que los periodos máximos de amortización excedan de los establecidos en dichas Ordenes Ministeriales. Las pérdidas extraordinarias que experimenten los bienes del activo inmovilizado material se contabilizarán tan pronto se produzcan.

3.7. Sin perjuicio de que en el balance los activos inmovilizados luzcan por el saldo neto, en los libros de contabilidad las amortizaciones acumuladas se registrarán en una cuenta del pasivo en lugar de abonarlas a las cuentas del activo representativas de los bienes amortizables.

3.8. Para que la Inspección del Banco de España pueda conocer y analizar la política de amortizaciones seguida por cada Banco, éstos llevarán la contabilidad suficiente y con la adecuada clasificación de los distintos elementos amortizables en función de los coeficientes de amortización aplicables.

3.9. Los inmuebles serán inscritos sin demora en el Registro de la Propiedad y tanto los bienes muebles como los inmuebles deben estar en todo momento suficientemente asegurados.

3.10. Las reglas precedentes también son de aplicación a las filiales que en algunos casos ostentan la propiedad de los bienes utilizados por los Bancos, teniendo presente que en tales casos los alquileres satisfechos por los Bancos deben ser suficientes para cubrir los gastos que soportan las filiales por explotación, conservación, entretenimiento y reparaciones de los bienes, así como las cargas financieras dimanantes de la financiación de tales inversiones.

#### 4. Gastos amortizables y activos inmateriales

4.1. Como gastos de constitución y de ampliación de capital solamente se contabilizarán los necesarios para llevar a efecto dichas operaciones como son: honorarios de letrados, notarios y registradores; impresión de títulos, memorias y boletines; tributos del Estado, Provincia y Municipio; publicidad del programa de fundación; comisiones y otros gastos de colocación de títulos.

4.2. Como gastos de primer establecimiento se incluirán exclusivamente los gastos necesarios hasta que la empresa inicie su actividad: honorarios, gastos de viaje y otros para estudios previos de naturaleza técnica y económica; publicidad del lanzamiento; captación, adiestramiento y distribución del personal hasta la puesta en marcha.

4.3. No tendrán la consideración de gastos amortizables ni de activo inmaterial los gastos de puesta en marcha de nuevas oficinas y las pérdidas que arrojen las mismas hasta que alcancen el umbral de rentabilidad, por lo que a medida que se produzcan se llevarán íntegramente a la cuenta de resultados del ejercicio.

4.4. Los gastos a que se refieren los párrafos 4.1. y 4.2. se amortizarán en el más breve plazo posible, sin que en ningún caso pueda exceder del plazo máximo de diez años.

4.5. Los gastos de emisión de bonos de caja y obligaciones comprenden los gastos de escritura pública, impuestos, confección de títulos, publicidad y otros similares, se amortizarán anualmente según dispone la norma 20.9 de la Circular núm. 35 en cuantía no inferior a la que resulte de prorratear los gastos de cada emisión en función de los títulos en circulación.

4.6. Queda prohibido mantener activos inmateriales como fondo de comercio y similares.

#### 5. Contabilización y periodificación de los resultados

5.1. Todos los gastos, beneficios y pérdidas serán contabilizados, según su propia naturaleza, tan pronto se conozcan o produzcan y estarán perfectamente documentados.

5.2. El principio de devengo —cada vez más trascendente a medida que se han ido prolongando los plazos de las operaciones activas y pasivas— exige que la imputación contable de los costes y productos a la cuenta de resultados se haga atendiendo al período de su devengo y no a la fecha de pago o cobro de los mismos. La imputación debe hacerse mensualmente con el necesario rigor técnico, que debe ser permanente de forma que se cumpla el principio de continuidad. Los saldos de las cuentas de periodificación serán verificados en el balance de cierre de ejercicio para evitar que la cuenta de pérdidas y ganancias recoja resultados que deben imputarse a futuros ejercicios económicos.

5.3. Las rúbricas del balance confidencial representativas de la periodificación se subdividirán convenientemente en la contabilidad de tal manera que pueda establecerse la necesaria correlación con las cuentas de activo y pasivo que dan lugar a las periodificaciones.

#### 6. Política de dividendos

6.1. Es rechazable la política de distribución de dividendos a toda costa por razones de prestigio y similares. Los

Consejos de Administración deben tener muy presente que la defensa y seguridad de los depositantes es prioritaria a los intereses de los accionistas, por lo que es preciso atender previamente a todas las provisiones y previsiones, consustanciales con el negocio bancario e inherentes a las peculiaridades de los activos y riesgos de cada entidad, así como a la constitución de las adecuadas reservas.

En consecuencia, solamente las ganancias netas de la explotación o actividad normal deben constituir la base para la distribución de dividendos y dotación de la reserva legal, de donde se deduce que es aconsejable que los beneficios atípicos y extraordinarios sean retenidos, mediante dotaciones a las reservas voluntarias, para hacer frente a contingencias futuras.

#### 7. Información al Banco de España

Todas las entidades bancarias remitirán al Banco de España antes del 15 de febrero de cada año, con carácter provisional, la cuenta confidencial de pérdidas y ganancias, sin perjuicio de dar posteriormente oportuno cumplimiento a lo dispuesto en la norma 2.ª de la Circular núm. 35.

#### 8. Cuenta de pérdidas y ganancias

El Banco de España recomienda que en las memorias anuales de los ejercicios económicos de 1978 y sucesivos, la cuenta de Pérdidas y Ganancias se ajuste al siguiente modelo, sin perjuicio de que puedan ampliar sus partidas en la forma que consideren conveniente u oportuno:

##### DEBE

Intereses de depósitos.  
Coste financiero de bonos de caja y obligaciones.  
Otros intereses pasivos.  
Gastos de personal.  
Gastos generales.  
Tributos.  
Atenciones estatutarias.  
Amortización del activo inmovilizado.  
Amortizaciones de los gastos de constitución, ampliación de capital y primer establecimiento.  
Dotación a los fondos de previsión, autoseguro y provisiones para insolvencias.  
Insolvencias sin dotaciones en los fondos correspondientes.  
Pérdidas en enajenaciones de la cartera de valores y del activo inmovilizado.  
Sanearamiento de la cartera de valores y del activo inmovilizado.

##### HABER

Productos de la cartera de efectos, de créditos y préstamo.  
Intereses de los fondos públicos.  
Intereses y dividendos de los valores privados.  
Otros productos financieros.  
Comisiones por avales, créditos documentarios y servicios bancarios.

Ingresos accesorios a la explotación y productos de inversiones no bancarias.

Previsiones, provisiones y fondo de autoseguro que han quedado disponibles.

Recuperación de créditos amortizados.

Beneficios obtenidos en enajenaciones de la cartera de valores y del activo inmovilizado.

#### **9. Publicidad de esta Circular**

El contenido de esta Circular se pondrá anualmente en conocimiento del Consejo de Administración y de los órganos de vigilancia a efectos de desempeñar las funciones a

que se refieren los artículos 102 y 108 de la vigente Ley de Sociedades Anónimas.

\* \* \*

Dada la trascendencia de las materias que se tratan en esta Circular, el Banco de España confía que los Bancos darán el más fiel cumplimiento a su contenido.

Le ruego acuse de recibo de esta Circular utilizando el volante que figura al pie de la misma.

Dios guarde a Vd. muchos años  
Madrid, 15 de diciembre de 1978  
EL SUBGOBERNADOR,

Mariano Rubio



**Circular a las cajas de ahorro**  
**N.º 39**  
**Asunto: cuenta de resultados**

La política de distribución: de excedentes debe subordinarse a la efectividad de los recursos propios de las Cajas, principio de gran trascendencia dada la desproporción existente entre los mismos y la financiación recibida de terceros, desproporción que viene agravándose en la mayoría de las Cajas por el continuo deterioro de su coeficiente de garantía.

Una adecuada política de resultados exige reconocer, contabilizar y absorber las pérdidas en cuanto se produzcan y dotar adecuadamente las amortizaciones, provisiones, provisiones y fortalecer las reservas, todo ello con independencia del tratamiento fiscal que en cada caso corresponda. Los criterios de valoración del balance de las Cajas deben estar condicionados por la exigencia de la máxima garantía de los acreedores: prudencia en las valoraciones para defender la integridad de los recursos propios en defensa y seguridad de los depositantes.

El principio de prudencia valorativa en el orden patrimonial se recoge en el artículo 39 del Código de Comercio, preocupación que también preside los principios de valoración y criterios valorativos del Plan General de Contabilidad aprobado por Decreto 530/1973, de 22 de julio.

Las normas reguladoras de las Cajas obedecen a ese principio de prudencia, como se deduce del Real Decreto-Ley de 21 de noviembre de 1929, la Orden de 31 de marzo de 1970 y la Circular del Banco de España núm. 26.

Ahora bien, teniendo presente, de una parte, que la experiencia muestra que no siempre se han respetado estos principios y normas y aplicándose, en ocasiones, criterios subjetivos, y, de otra parte, que en las actuales circunstancias es preciso extremar la prudencia en las valoraciones y en la distribución de excedentes, se considera necesario dictar algunas reglas concretas sobre valoración de determinadas partidas del balance de las Cajas para conseguir la necesaria objetividad y uniformidad, sin perjuicio de que estas materias se estudien y regulen en toda su profundidad cuando se establezca la aplicación a las Cajas del Plan General de Contabilidad.

Consideración especial merece la cuenta de resultados que publican las Cajas. Este estado financiero —que en unión del balance constituye el documento básico de información a cuantos se relacionan con estas entidades y a los potenciales depositantes —no sólo ha de ser la expresión exacta del resultado positivo o negativo del ejercicio, sino que debe expresar separadamente los resultados procedentes de la actividad típica o normal, los de carácter atípico y extraordinario y la política de amortizaciones y saneamiento. Para cumplir esta finalidad algunas Cajas publican una información más amplia de la mínima prevista en el modelo de cuenta de resultados establecido en la Orden de 31 de marzo de 1970. Con objeto de impulsar esta política informativa y en tanto se adapte el Plan General de Contabilidad a las Cajas y se dicten las normas procedentes, el Banco de España considera conveniente recomendar a las Cajas publiquen su cuenta de resultados ajustándose, como mínimo, al modelo que, con carácter orientativo, se contiene en esta Circular.

Por todo ello, el Consejo Ejecutivo del Banco de España, en uso de las funciones que le fueron encomendadas por la Orden de 31 de marzo de 1970 y el Decreto 1.473/1971, de 9 de julio, en su reunión del 15 del corriente mes, ha acordado dirigir a las Cajas las siguientes instrucciones y recomendaciones:

## 1. Inversiones crediticias y avales

1.1. Las inversiones crediticias y los avales prestados constituyen la principal magnitud de las operaciones activas de las Cajas y de su calidad depende el principal riesgo de los depositantes, de donde se infiere la necesidad de un riguroso y constante estudio individualizado de los deudores, no sólo en el momento de conceder los créditos sino en su seguimiento permanente para determinar su valor real a efectos del balance, pues a estos fines no basta aplicar promedios estadísticos para determinar las pérdidas por insolvencias.

1.2. Como resultado del referido estudio individualizado de los riesgos, se excluirán de los epígrafes «Préstamos y Créditos» y «Cartera de Efectos» del balance confidencial, traspasándolas a los correspondientes conceptos de «Prestatarios en demora» y «Asuntos en litigio», las operaciones vencidas, que no estén cubiertas con garantía real suficiente, cuando hayan transcurrido más de noventa días desde su vencimiento y las vencidas y no vencidas de reembolso problemático, por estar sujetas a suspensiones de pagos, quiebras, concursos de acreedores o situaciones análogas y, en general, las que estén respaldadas por firmas de dudosa solvencia. En dichos conceptos se reflejará el valor probable de realización de tales activos.

1.3. Los créditos fallidos deben causar baja en el activo en el momento en que se produzca o conozca la insolvencia patente del deudor por declaración de quiebra, suspensión de pagos con insolvencia definitiva, o notoriedad de insolvencia económica, es decir, cuando existan indicios razonables de que los activos del deudor son insuficientes para el pago de los pasivos.

1.4. Los créditos de dudoso cobro serán valorados con criterio conservador, no debiendo retrasarse la baja en el activo de un crédito básicamente sin valor aunque su cobro parcial sea eventualmente posible. Los créditos vencidos, si bien no siempre son de dudoso cobro o fallidos, frecuentemente son la fase previa del estado de insolvencia, especialmente cuando permanecen en mora durante un prolongado espacio de tiempo; un alto porcentaje de préstamos vencidos siempre es una indicación de pérdidas seguras o, al menos, potenciales.

Como el tiempo de morosidad constituye un factor objetivo del grado de insolvencia, se considera que el nivel de cobertura que deben alcanzar las dotaciones acumuladas de los fondos de provisión, provisión o de autoseguro de insolvencias, debe ser, como mínimo, el que se expresa mediante los siguientes porcentajes:

Tiempo de permanencia en las cuentas «Prestatarios en demora» y «Asuntos en litigio»	Porcentaje mínimo de cobertura
Sin exceder de 6 meses	No es preceptiva la cobertura
Más de 6 meses sin exceder 12 meses.	25%
Más de 13 meses sin exceder 18 meses.	50%
Más de 18 meses sin exceder 24 meses.	75%
Más de 24 meses	100%

Los créditos de muy dudoso cobro, cualquiera que sea su tiempo de morosidad y aun aquellos que no hayan vencido, se deben dar de baja en el activo o estar cubiertos en su totalidad, sin menoscabo de que el resto de los créditos

quede cubierto por los porcentajes anteriormente señalados.

Para alcanzar el nivel de cobertura anteriormente establecido, las Cajas se ajustarán al siguiente plan de acomodación:

— En el año 1978 se alcanzará como mínimo el . . . . .	20%
— Al cierre del ejercicio 1979 se alcanzará como mínimo el . . . . .	45%
— Al cierre del ejercicio 1980 se alcanzará como mínimo el . . . . .	70%
— Al cierre del ejercicio 1981 se alcanzará como mínimo el . . . . .	100%

1.5. Los riesgos por avales prestados exigen la adopción de análogas medidas aunque no se haya producido el vencimiento de las garantías y fianzamiento prestados.

1.6. En tanto no se perciban, los intereses de los créditos en mora, en litigio o de cobro dudoso no deben nutrir los resultados netos del ejercicio. En los casos en que sean liquidados, tales devengos deben abonarse a las pertinentes cuentas de provisiones sin perjuicio de que puedan ser traspasados a la cuenta de resultados cuando se satisfagan por el deudor.

1.7. Con independencia de lo dispuesto en los párrafos anteriores, los principios de una ordenada y prudente gestión económica que garanticen los intereses de los depositantes exigen que las Cajas realicen en todo caso la adecuada política de autoseguro, de provisiones o de provisiones en relación con los riesgos que en todo momento comportan las inversiones crediticias y los avales en curso.

## 2. Cartera de títulos y participaciones

2.1. En la Circular núm. 26 de este Banco de España se establecen normas de obligada observancia por las Cajas sobre el tratamiento contable y regularización de sus carteras de valores, que se dan por reproducidas. A continuación se dictan reglas aclaratorias aplicables a casos específicos:

2.2. En los casos en que todo o parte del precio de compra de los valores sea de pago aplazado y éste comprenda los intereses de aplazamiento, se deducirán éstos del precio total para determinar el coste.

2.3. No deben realizarse revalorizaciones más que en los casos previstos por las Leyes de regularización de balances. En consecuencia, no se considera adecuada la práctica de realizar revalorizaciones indirectas mediante la venta de títulos en cartera y posterior compra de los mismos o de títulos equivalentes.

2.4. Es totalmente improcedente, y por tanto rechazable, la obtención de excedentes contables mediante la venta de valores, cotizados o no, a empresas o personas vinculadas a la Caja cuyo precio se satisface, directa o indirectamente, con fondos procedentes de la propia Caja. También es rechazable la operación de trasladar resultados entre la Caja y empresas a ella vinculadas mediante operaciones similares u otras que persigan igual finalidad.

2.5. Si bien la norma cuarta de la citada Circular núm. 26 establece que las minusvalías de los títulos cotizados en Bolsa se sanearán aplicando, como mínimo, el 5% del excedente líquido del ejercicio, se recuerda que una prudente gestión exige acelerar dicho saneamiento y, en todo caso, atemperar la política de excedentes en tanto no se saneen totalmente las minusvalías.

2.6. Los Consejos de Administración deben prestar la necesaria atención a la valoración de los títulos y participaciones que no se coticen en Bolsa. Las participaciones en empresas que se explotan con pérdidas deben sanearse, al menos, anualmente, cuidando, cuando se trate de filiales, que sus resultados no queden alterados mediante la concesión de créditos a tipos privilegiados de interés y que los costes financieros de dichas empresas y otros gastos se incorporen indebidamente al valor de sus activos.

### **3. Inmuebles, mobiliario e instalaciones**

3.1. El Real Decreto-Ley 2.532/1929, de 21 de noviembre, dispone en su artículo 71 que las inversiones de las Cajas en inmuebles se contabilizarán por el precio de coste de los mismos; tratándose de edificios o inmuebles adquiridos, se considerará como precio de coste el de compra, más los gastos realizados para la compra, reforma y mejora; tratándose de edificios construidos por las Cajas, se considerará precio de coste el del solar, más el importe de las obras de construcción, reforma y mejora realizadas y los gastos causados por todos los conceptos. En consecuencia, está prohibida toda revalorización que no dimanase de regularizaciones del balance legalmente establecidas.

3.2. El precio de coste o de adquisición comprenderá las sumas satisfechas al vendedor y al constructor, los impuestos que graven la adquisición y las obras, transportes, instalación, montaje y otros similares cuyos importes quedarán justificados documentalmente.

3.3. No se incorporarán al precio de coste, sino que se cargarán a pérdidas y ganancias a medida que se devenguen, los intereses de los capitales invertidos, procedan o no de préstamos, y los correspondientes a las compras con pago aplazado del precio, a cuyo fin cuando el precio comprenda, tácita o expresamente, los intereses de aplazamiento se efectuará el pertinente ajuste. Este ajuste procederá también en las ventas con precio aplazado.

3.4. Únicamente se incorporarán al inmovilizado aquellas partidas que representen adiciones o sustituciones de activos amortizados y las mejoras que supongan un aumento del rendimiento o de la capacidad de los elementos instalados. Por tanto, se llevarán a la cuenta de resultados los gastos de explotación, conservación, entretenimiento y reparación y, en general, todos los desembolsos que no prolonguen de manera apreciable la vida útil, los que no aumenten de modo sustancial su valor y los que se limiten a conseguir un buen estado de explotación.

3.5. Conforme a lo dispuesto por el artículo 72 del Real Decreto-Ley 2.532/1929, las adquisiciones de inmuebles deberán realizarse previo informe de arquitecto o perito.

3.6. El gasto por amortizaciones se produce cualquiera que sea el resultado económico de la empresa y el valor de mercado del bien objeto de amortización, de donde se deduce que obligatoriamente la amortización debe practicarse con independencia de los resultados del ejercicio y aunque con su contabilización se anulen los excedentes, se produzcan pérdidas o se incrementen las ya existentes. Las amortizaciones deben ser reconocidas y contabilizadas en la cuenta de explotación y no deben ser consecuencia de la distribución o aplicación de los resultados.

3.7. Se recomienda a las Cajas apliquen en sus amortizaciones los coeficientes máximos autorizados por la Orden del

Ministerio de Hacienda de 23 de febrero de 1965, modificada por la de 7 de junio de 1978, y se prohíbe que los períodos máximos de amortización excedan de los establecidos en dichas Ordenes Ministeriales.

Las pérdidas extraordinarias que experimenten los bienes del activo inmovilizado material se contabilizarán tan pronto se produzcan.

3.8. Para que la Inspección del Banco de España pueda conocer y analizar la política de amortizaciones seguida por cada Caja, éstas llevarán la contabilidad suficiente y con la adecuada clasificación de los distintos elementos amortizables en función de los coeficientes de amortización aplicables.

3.9. Los inmuebles serán inscritos sin demora en el Registro de la Propiedad y tanto los bienes muebles como los inmuebles deben estar en todo momento suficientemente asegurados.

3.10. Las reglas precedentes también son de aplicación a las filiales que, en algunos casos, son propietarias de los bienes utilizados por las Cajas, teniendo presente que, en tales casos, los alquileres satisfechos por las Cajas deben ser suficientes para cubrir los gastos que soportan las filiales por explotación, conservación, entretenimiento y reparaciones de los bienes así como las cargas financieras dimanantes de la financiación de tales inversiones.

### **4. Gastos amortizables y activos inmateriales**

4.1. Como gastos de constitución solamente se contabilizarán los necesarios para llevar a efecto dichas operaciones como son: honorarios de letrados, notarios, etc.; gastos realizados en la confección de la memoria y del programa de actividades a desarrollar; propaganda del programa fundacional; tributos.

4.2. Como gastos de primer establecimiento se incluirán exclusivamente los gastos necesarios hasta que la Caja inicie su actividad: honorarios, gastos de viaje y otros para estudios previos de naturaleza técnica y económica; publicidad del lanzamiento; captación, adiestramiento y distribución del personal hasta la puesta en marcha.

4.3. No tendrán la consideración de gastos amortizables ni de activo inmaterial los gastos de puesta en marcha de nuevas oficinas y las pérdidas que arrojen las mismas hasta que alcancen el umbral de rentabilidad, por lo que, a medida que se produzcan, se llevarán íntegramente a la cuenta de resultados del ejercicio.

4.4. Los gastos a que se refieren los párrafos 4.1. y 4.2. se amortizarán en el más breve plazo posible, sin que en ningún caso pueda exceder del plazo máximo de diez años.

4.5. Queda prohibido mantener activos inmateriales con carácter fijo.

### **5. Contabilización y periodificación de los resultados**

5.1. Todos los gastos, beneficios y pérdidas serán contabilizados, según su propia naturaleza, tan pronto se conozcan o produzcan y estarán perfectamente documentados.

5.2. El principio de devengo exige que la imputación contable de los costes y productos a la cuenta de resultados se haga atendiendo al período de su devengo y no a la fecha de pago o cobro de los mismos. La imputación debe hacerse

mensualmente con el necesario rigor técnico, aplicado a criterios homogéneos que deben ser permanentes de forma que se cumpla el principio de continuidad. Los saldos de las cuentas de periodificación serán verificados en el balance de cierre de ejercicio para evitar que la cuenta de resultados recoja parte de los que deben imputarse a futuros ejercicios económicos.

5.3. Las rúbricas del balance confidencial representativas de la periodificación se subdividirán convenientemente en la contabilidad de tal manera que pueda establecerse la necesaria correlación con las cuentas de activo y pasivo que dan lugar a las periodificaciones.

## 6. Política de distribución de excedentes

Es rechazable toda política de distribución de excedentes basada en razones de prestigio y similares. Los Consejos de Administración deben tener muy presente que la defensa y seguridad de los depositantes es prioritaria.

Teniendo en cuenta que la única fuente con que cuentan las Cajas para reforzar sus recursos propios es la creación de reservas, deberán aplicar a éstas, dentro de los márgenes de discrecionalidad establecidos en el artículo séptimo del Decreto 1.838/1975, de 3 de julio, las máximas cantidades posibles, compatibles con el mantenimiento de la Obra Benéfico-Social, teniendo presente que han de dirigir sus esfuerzos a conseguir una suma de recursos propios que les permita hacer frente, en cada momento, a los riesgos de pérdidas inherentes a sus activos y a los eventuales en su explotación. En la creación de nuevas obras benéfico-sociales, aun contando con fondo suficiente para los gastos de aplicación, hay que procurar que los futuros gastos de mantenimiento no creen tensiones en la necesidad de generar fondos para hacer frente a los mismos.

## 7. Cuenta de pérdidas y ganancias

El Banco de España recomienda que en las memorias anuales de los ejercicios económicos de 1978 y sucesivos, la cuenta de pérdidas y ganancias se ajuste al siguiente modelo, sin perjuicio de que puedan ampliar sus partidas en la forma que consideren conveniente u oportuna.

### DEBE

Intereses de acreedores.  
Intereses de Entidades de Crédito y otros intereses pasivos.  
Comisiones.  
Personal; retribuciones y seguridad y labor sociales.  
Gastos generales.  
Gastos de inmuebles en explotación.  
Tributos.  
Amortizaciones del activo inmovilizado.  
Amortizaciones de los gastos de constitución y primer establecimiento.

Dotación a los fondos de previsión, autoseguro y provisiones para insolvencias.

Insolvencias sin dotaciones en los fondos correspondientes.

Pérdidas en enajenaciones de la Cartera de Valores.

Pérdidas en enajenaciones del activo inmovilizado.

Saneamiento de la Cartera de Valores.

Saneamiento del activo inmovilizado.

Quebrantos diversos y eventuales.

Saldo acreedor o excedente neto.

### HABER

Productos de la Cartera de Préstamos, Créditos y Efectos.

Intereses de los fondos públicos.

Intereses y dividendos de los valores privados.

Intereses de Entidades de Crédito y otros productos financieros.

Comisiones por avales y garantías, créditos documentarios y servicios.

Ingresos por explotación de inmuebles.

Productos diversos y eventuales.

Beneficios en enajenaciones de la Cartera de Valores.

Beneficios en enajenaciones del activo inmovilizado.

Provisiones, provisiones y fondo de autoseguro que han quedado disponibles.

Recuperación de créditos amortizados.

Saldo deudor (en su caso).

## 8. Publicidad de esta Circular

El contenido de esta Circular se pondrá anualmente en conocimiento del Consejo de Administración, de la Comisión de Control y de la Comisión Revisora del Balance, a efectos de desempeñar las funciones que les han sido asignadas en el R. D. 2.290/1977, de 27 de agosto.

\* \* \*

Dada la trascendencia de las materias que se tratan en esta Circular, el Banco de España confía que las Cajas darán el más fiel cumplimiento a su contenido.

Cuantas dudas y aclaraciones precise puede plantearlas ante nuestros Servicios de Inspección de Entidades de Crédito y Ahorro.

Le ruego acuse recibo de esta Circular utilizando el volante que figura al pie de la misma.

Dios guarde a Vd. muchos años  
Madrid, 15 de diciembre de 1978  
EL SUBGOBERNADOR,

Mariano Rubio



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### PUBLICACIONES PERIODICAS

**BOLETIN ESTADISTICO (Mensual)**

**BOLETIN ECONOMICO (Mensual)**

**BOLETIN ESTADISTICO: SERIES HISTORICAS.**

<b>Banco de España</b>	<b>1962 / 1974</b>
<b>Opiniones empresariales</b>	<b>1962 / 1974</b>
<b>Banca privada</b>	<b>1962 / 1975</b>
<b>Empleo y salarios</b>	<b>1962 / 1976</b>
<b>Sector exterior</b>	<b>1962 / 1977</b>

\*\*\*Las tres anteriores publicaciones se distribuyen por suscripción única con la siguiente tarifa:

#### Tarifa de suscripción anual:

España			Ptas. 1.100
Europa	\$	30*	
Iberoamérica y Canadá	\$	66*	
U.S.A.	\$	69*	
Resto del mundo	\$	66*	*Distribución por vía aérea.

**INFORME ANUAL** \*\*\*Esta publicación se distribuye gratuitamente a todos los suscriptores del Boletín estadístico y a las personas o entidades que lo solicitan.

### LIBROS

**Ensayo sobre la economía española a mediados del siglo XIX** —Servicio de Estudios— Banco de España, 1970. (Distribuidor: Editorial Ariel — Barcelona).

**La banca española en la restauración (2 volúmenes)** —Servicio de Estudios— Banco de España, 1974. (Distribuidor: Editorial Tecnos — Madrid).

**Una estimación de la contabilidad nacional trimestral de España, 1962 - 1972** —Servicio de Estudios— Banco de España, 1975. (Distribuidor: Editorial Tecnos — Madrid).

**Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX**, por Nicolás Sánchez Albornoz —Servicio de Estudios— Banco de España, 1975. (Distribuidor: Editorial Tecnos — Madrid).

**Los ferrocarriles en España 1884/1943 (2 volúmenes)** —Servicio de Estudios— Banco de España, 1978. (Distribuidor: Editorial Bruguera — Madrid).

\*\*\*Estas publicaciones se encuentran a la venta en librerías. El Servicio de Publicaciones no facilita ninguna de ellas.

### ESTUDIOS ECONOMICOS

1. **Julio Rodríguez López:** Una estimación del producto interior bruto trimestral de España, 1958/1971, (1972).
2. **Vicente Poveda Anadón y Pedro Martínez Méndez:** El empleo de tasas de variación como indicadores cíclicos, (1973).
3. **Ignacio Garrido Sánchez:** El rendimiento interno de las obligaciones 1960-1973, (1974).
4. **Francisco Martín Bourgón:** Rendimiento de una cartera de valores en España en el período 1961-1972, (1974) (agotado).
5. **José Manuel Olarra Jiménez:** Medidas de política monetaria adoptadas en el período 1957-1976 (2.ª edición 1976), (1974).
6. **José Pérez Fernández:** Un modelo para el sector financiero de la economía española, (1975).
7. **Julio Rodríguez López:** Las encuestas coyunturales, su empleo en España, (1975).
8. **Ana Sánchez Trujillo:** Relaciones econométricas sobre precios y salarios en la economía española, (1977).

9. **José Pérez Fernández:** El tipo de rendimiento de las obligaciones y la demanda de depósitos, (1977).
10. **Luis Angel Rojo y José Pérez Fernández:** La política monetaria en España: objetivos e instrumentos, (1977) (agotado).
11. **Antoni Espasa:** Estimación y selección de modelos económicos dinámicos, (1978).
12. **Jesus Albarracín Gómez:** La función de inversión bajo una tecnología Putty-Clay: Un intento de estimación para la economía española, (1978).
13. **Julio Rodríguez López:** Una estimación de la función de inversión en viviendas en España, (1978).
14. **José María Bonilla:** Funciones de importación y exportación en la economía española, (1978).
15. **Antoni Espasa:** El paro registrado no agrícola 1964-1976: un ejercicio de análisis estadístico univariante de series económicas, (1978).
16. **Miguel Angel Arnedo Orbañanos:** Formulación de un índice de posición efectiva de la peseta mediante medias geométricas (1978).

\*\*\*Estas publicaciones se encuentran a la venta en el Servicio de Publicaciones al precio de 100, — pesetas el ejemplar.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 7801 **Vicent Poveda y Ricardo Sanz:** Análisis de regresión: algunas consideraciones útiles para el trabajo empírico.
- 7802 **Julio Rodríguez López:** El PIB trimestral de España, 1958-1975. Avance de cifras y comentarios.
- 7803 **Antoni Espasa:** El paro registrado no agrícola 1964-1976: un ejercicio de análisis estadístico univariante de series económicas.
- 7804 **Pedro Martínez Méndez y Raimundo Poveda Anadón:** Propuestas para una reforma del sistema financiero.
- 7805 **Gonzalo Gil:** Política monetaria y sistema financiero. Respuestas al cuestionario de la C.E.E. sobre el sistema financiero español.
- 7806 **Ricardo Sanz:** Modelización del índice de producción industrial y su relación con el consumo de energía eléctrica.
- 7807 **Luis Angel Rojo y Gonzalo Gil:** España y la C.E.E. Aspectos monetarios y financieros.

*\*\*Estas publicaciones —que, por su carácter especializado, son de tirada reducida— se distribuyen gratuitamente a las personas o entidades interesadas que las soliciten por correo.*

**Información:** Banco de España.  
Servicio de Publicaciones. Teléfono 221 22 59  
Alcalá, 50. Madrid-14

