

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

marzo 1981

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que 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 periodos.
- * 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.
- M₁ Oferta Monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- T₁¹ 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.
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestr. $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con un mes y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T₃³ 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.

Advertencias

1. Salvo indicación en contrario, todas las cantidades citadas en los cuadros y en el texto están expresadas en m.m. y todas las tasas de crecimiento, sea cual sea el período a que se refieren, están expresadas en su equivalente anual.
2. Los datos de los cuadros y gráficos donde no aparece ninguna fuente han sido elaborados en el Banco de España.

Indice

Página

- 4 Economía internacional
- 8 Evolución monetaria
- 17 Actividad, empleo, precios
- 24 Sector exterior
- 30 Nuevas series de rendimiento interno de las obligaciones privadas
- 46 Los nuevos cuadros del mercado interbancario en el Boletín Estadístico
- 51 Circulares del Banco de España
- 52 Circular n.º 14/1981, de 26 de marzo. Entidades de depósito. Préstamos a un día por entidades poseedoras de Bonos del Tesoro
- 55 Indicadores económicos

Economía internacional

De acuerdo con un reciente estudio del GATT, a lo largo de 1980 se ha producido una caída en el volumen del comercio internacional. El resultado final ha sido un crecimiento real del 1 %, frente a un 6 % en 1979. Esta desaceleración del crecimiento se explica, en gran parte, por un descenso en los intercambios de petróleo en volumen del orden de un 10 %, después de un crecimiento del 3,1 % en 1979. Pero también los intercambios de manufacturas han pasado de crecer un 5,5 % en 1979 a un 3 % en 1980, siempre en términos reales, es decir, descontando el crecimiento de los precios. En los dos primeros trimestres del año, las exportaciones e importaciones mundiales mostraron todavía un modesto desarrollo, pero en el tercer trimestre descendieron, incluso, en valores nominales, respecto a la primera mitad del año. Para el cuarto trimestre, las cifras disponibles para los países industrializados permiten observar una ligera recuperación respecto del tercer trimestre, pero, no obstante, su comparación con el cuarto trimestre de 1979 ofrece resultados nulos o, incluso, negativos en volumen, mientras que en valor el aumento se ha reducido a un 5 %.

El crecimiento real de la producción mundial, excluidos los servicios, en 1980, se estima por el FMI y el GATT en torno a un 1 %, frente a casi un 4 % en 1979. El porcentaje de crecimiento en el sector manufacturero ha sido también de un 1 %, frente a un 5 % en 1979; la producción de petróleo, por su parte, ha disminuido en un 4 %, justamente lo contrario que sucedió en 1979, debido a un descenso del 12 % en los países de la OPEP, junto a un aumento del 3,5 % en los restantes países productores, principalmente en México y Reino Unido.

El retroceso registrado en el crecimiento en volumen del comercio internacional se ha visto, además, reforzado por los efectos de una brusca elevación de los precios del petróleo (65-75 % en 1980, frente a un 40-50 % en 1979), que ha provocado un fuerte deterioro de la relación real de intercambio en contra de los países consumidores de crudos. Los precios de los restantes productos primarios (alimentos, materias primas agrícolas y metales no férricos) se ha elevado en un 13 %, como media anual, pero su comportamiento a lo largo del año, sobre todo en el caso de los exportados por los países en desarrollo, ha sido decreciente. Si se compara el cuarto trimestre de 1980 con el equivalente de 1979, los precios de los productos primarios han crecido sólo un 10,5 %. Los precios de los productos manufacturados han crecido en un 12 %, tanto en promedio anual como a lo largo del año. En consecuencia, la relación de intercambio entre países industriales productores de manufacturas y los países en vías de desarrollo no productores de petróleo ha sido, así, fa-

vorable a estos últimos, pero corrigiéndose a medida que transcurría el año.

Las consecuencias de la evolución del comercio internacional en precios y cantidades se han materializado en fuertes déficit por cuenta corriente en las balanzas de pagos de los países importadores de petróleo. Por vez primera, en 1980, el déficit de los países industriales (80 mil millones de dólares) ha sido superior al de los países en vías de desarrollo no exportadores de petróleo (70 mil millones). La contrapartida es un superávit creciente de los países exportadores de petróleo desde 68 mil millones de dólares en 1979 a 115 mil en 1980. Las consecuencias de esta evolución se superponen a una situación de inflación todavía generalizada que dificulta, especialmente en los países industriales, la adopción de políticas expansivas.

El alza de los precios al consumo en la zona de la OCDE ha sido del 13 %, como media, en 1980; se ha rebasado en tres puntos la de 1979 y sólo ha sido inferior en medio punto al alza excepcional de 1974. A lo largo del año, la tasa ha sido del 12,1 %, con un primer semestre en el que los precios al consumo crecieron a una tasa anual del 17 %, reflejado el paso, más rápido que en 1973-74, de los precios del petróleo a los precios al consumo. En el segundo semestre del año, se ha producido un descenso de casi 5 puntos, consecuencia de la calma de los precios del petróleo en los mercados internacionales, así como a la baja de los precios de las materias primas. Los datos sobre los precios, en el mes de enero de 1981, vuelven a registrar un alza del 1 %, lo que significa que el aumento de los últimos seis meses ha sido del 5 %, frente a un 4,5 % en diciembre. Esta aceleración recoge los efectos estacionales de algunos productos alimenticios y los ajustes de tarifas oficiales, así como la repercusión en los índices de precios al consumo de las alzas del petróleo; pero, en cualquier caso, demuestra que la tasa de inflación del sistema sigue todavía en la zona de los dos dígitos.

La situación preocupante de las balanzas de pagos y la resistencia a la baja de la inflación, a pesar de los importantes aumentos en la tasa de paro (que afecta ya, aproximadamente, al 7,5 % de la población activa de los países industriales), son un serio obstáculo a la adopción de políticas más expansivas. Además, los altos tipos de interés practicados en los Estados Unidos constituyen una dificultad suplementaria cuando se pretende rebajar las exigencias de la política monetaria. Estos condicionantes constituyen un freno poderoso al crecimiento de la demanda interna de los países industriales y, naturalmente, imponen un menor desarrollo de las exportaciones de otras zonas hacia esos mercados. Además, las tensiones provocadas por las altas tasas de desempleo están liberando poderosas

fuerzas proteccionistas, no sólo frente a las exportaciones de los países en desarrollo, sino también frente a las procedentes de los propios países industriales.

La consecuencia para los países en vías de desarrollo es un descenso de sus posibilidades de exportación, coincidiendo con un encarecimiento de sus importaciones de petróleo y de los intereses en los créditos necesarios para hacer frente a los déficit de sus balanzas de pagos. La única respuesta inmediata previsible es un menor crecimiento de sus importaciones, que, en los últimos siete años, habían constituido un factor decisivo en la evolución del comercio internacional. En cuanto a los países importadores de petróleo, después de un crecimiento de sus importaciones de manufacturas del orden del 15 % en volumen (30 % en valor), es muy posible que no mantengan este ritmo tan intenso de absorción de mercancías en 1981. En resumen, las previsiones sobre el crecimiento del comercio internacional son más bien pesimistas y las hipótesis avanzadas apuntan a una tasa real sólo ligeramente superior al 1 % de crecimiento real de 1980, con una primera mitad de 1981 más deprimida y un segundo semestre algo más entonado.

Evolución monetaria internacional

Entre el 27 de febrero y el 27 de marzo, el dólar no registró ninguna variación en términos de DEG. La moneda americana se depreció frente al franco suizo, libra esterlina y marco alemán, y se apreció frente al yen, el franco belga y lira italiana, manteniéndose estable en relación a las demás monedas importantes. La mayoría de las variaciones fueron de escasa cuantía —inferiores al 1 %—, a excepción de la lira italiana, que fue sometida a fuertes presiones vendedoras hasta la devaluación del domingo 22 de marzo.

Durante el período considerado, los diferenciales de interés entre las colocaciones en dólares y las demás monedas se estrecharon. Por una parte, los tipos de interés en Estados Unidos continuaron su tendencia a la baja iniciada en diciembre; entre dicho mes y marzo de 1981, el tipo de los fondos federales se redujo de un 19-20 % a un 14-15 %. Por otra parte, en Europa, se elevaron los tipos en la mayoría de los países, conducidos por los de Alemania Federal, donde, en febrero, se había decidido tomar medidas en defensa del marco. Estas medidas, que implican un cambio en la mecánica

operacional del crédito «lombard» (1), se tradujeron en una mayor volatilidad de los tipos de interés alemanes, lo que causó, en algunos momentos, incertidumbres en los mercados cambiarios. Con todo, el dólar tendió a depreciarse frente al conjunto de las monedas más importantes, pero la depreciación se produjo, sobre todo, en la segunda y tercera semanas de marzo, cuando la caída de los tipos de interés del dólar y eurodólar fue más intensa.

La subida de los tipos de interés en Alemania supuso también un aumento de los diferenciales entre el marco y las demás monedas europeas, por lo que la divisa alemana se apreció dentro del Sistema Monetario Europeo (SME). Su alza, en términos del ECU, sobrepasó a la del franco francés, colocándose a la cabeza de dicho sistema. Por otra parte, en algunos momentos, el marco se vio sometido a presiones vendedoras por el aumento de la tensión social en Polonia.

Por el contrario, el franco belga y la lira italiana continuaron sufriendo presiones especulativas crecientes. La elevada tasa de inflación y el creciente déficit por cuenta corriente de Italia habían hecho que la lira se depreciara, durante los últimos tres meses, un 11,5 % frente al dólar. El 22 de mayo, las autoridades decidieron devaluar la lira frente al ECU un 8 % y elevar el redescuento del 16,5 % al 19 %, después de lo cual la moneda italiana se colocó un 2 % por debajo de su nueva paridad.

Las autoridades belgas, por su parte, enfrentadas con problemas similares, decidieron elevar, a finales de marzo, el tipo oficial de redescuento del 12 al 13 %. La medida fue insuficiente, y el franco belga continuó por debajo del límite permitido por el SME, por lo que en la primera semana de abril volvió a elevarse al 16 %. Ello pareció frenar la depreciación de la moneda y la necesidad de intervención del banco central en el mercado; pero la divisa belga continúa siendo la más débil del SME.

Al contrario que en los demás países, en Gran Bretaña y Japón se observó una distensión de los tipos de interés. En Gran Bretaña, el tipo de redescuento se redujo en dos puntos, del 14 al 12 %, en el marco del

(1) El crédito lombard era el crédito que el Bundesbank concedía a los bancos con garantía de determinados títulos. A partir del 20 de febrero, el Bundesbank clausuró, hasta nueva orden, este sistema y creó el crédito **especial** lombard, por lo que: a) Cuando lo considera oportuno, el Bundesbank provee a los bancos con el crédito especial a un tipo de interés especial. b) El tipo de interés especial puede cambiar diariamente. c) La apertura y cierre del crédito especial y el nivel del tipo de interés serán anunciados separadamente en cada ocasión.

programa presupuestario. Como la medida había sido plenamente anticipada por el mercado, no supuso una depreciación sensible de la libra, que en el período considerado se apreció un 0,9 % frente al dólar. Por su parte, el yen tampoco se vio muy afectado por la reducción del redescuento en 1 punto, del 7,25 al 6,25 %. Es ya la tercera reducción desde el máximo del 9 % de agosto, y forma parte de una serie de medidas expansivas, aunque de tipo selectivo, que hacen hincapié en el impulso a las exportaciones.

1. Cotización al contado de las principales monedas

(Cambios medios correspondientes a la semana del 23 al 27 de marzo de 1981)

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto de la media de los días 23 a 27 febrero 1981	Respecto de la última semana de 1980
Dólar USA	1,23	-	4,07
Yen japonés	257,86	-0,90	1,57
Franco suizo	2,35	0,43	-4,26
Libra esterlina	0,55	-	-1,82
Marco alemán	2,58	0,78	-3,49
Franco belga	42,34	-0,19	-5,13
Florin holandés	2,86	-	-5,24
Franco francés	6,09	-0,16	-5,25
Lira italiana	1.286,98	-3,10	-8,26
Peseta	104,83	0,93	-3,56

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

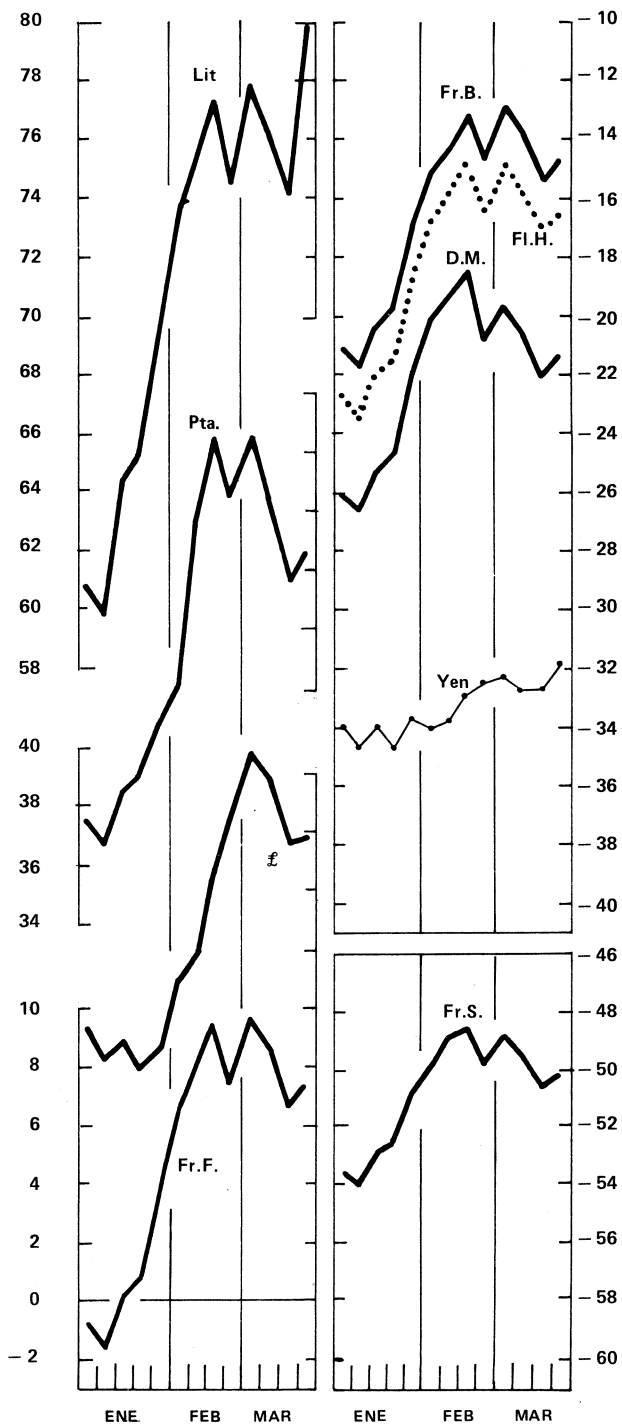
	Cotización frente al dólar USA		
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)	
		Respecto de la media de los días 23 a 27 febrero 1981	Respecto de la última semana de 1980
Yen japonés	209,77	-0,96	- 2,46
Franco suizo	1,91	0,52	- 7,33
Libra esterlina (b)	2,25	0,90	-10,71
Marco alemán	2,10	0,48	- 7,14
Franco belga	34,40	-0,09	- 8,37
Florin holandés	2,32	-	- 8,19
Franco francés	4,94	-	- 8,30
Lira italiana	1.045,83	-3,01	-11,51
Peseta	85,15	1,15	- 6,81

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

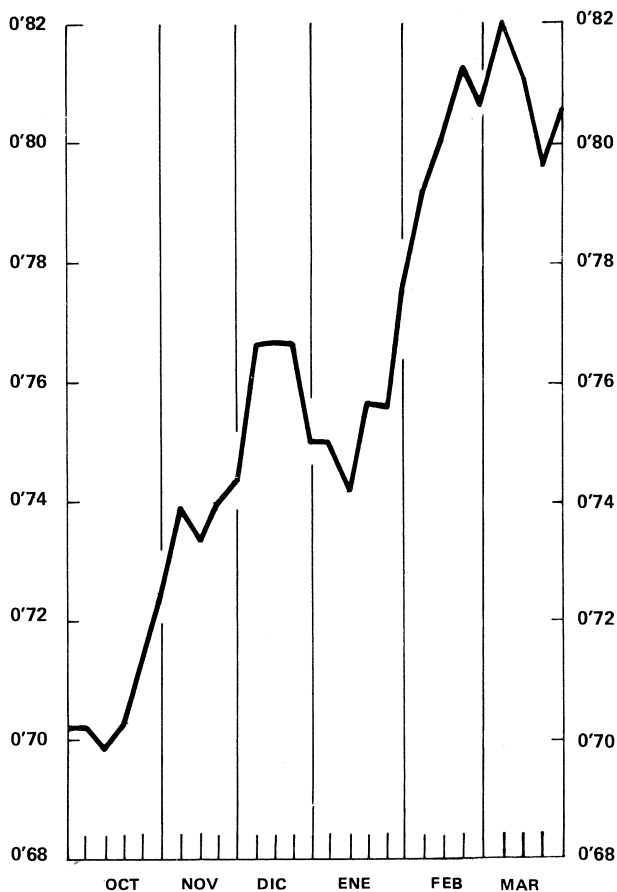
(b) En dólares USA por unidad nacional.

1. Cotización al contado del dólar (Z)

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



2. Valor del dólar en derechos especiales de giro (Z)



En resumen, la rápida reducción de los márgenes de interés del dólar, respecto a las demás divisas, frenó la apreciación de la moneda americana. Sin embargo, en el conjunto del primer trimestre de 1981, el dólar se apreció un 4,1 % en términos de DEG, mientras que el resto de las monedas se depreció, frente al dólar, entre un 2,5 % —el yen— y un 11,5 % —la lira—. Por otra parte, los cambios en los niveles relativos de tipos de interés entre los países europeos propiciaron una reestructuración en el SME, situándose en cabeza del mismo el marco alemán.

El oro, por su parte, se apreció un 7,4 %, pasando la cotización de la onza de 501,5 a 538,8 dólares en el mercado de Londres. La caída de los tipos de interés, al abaratar la financiación del metal, y los problemas internos de Polonia fueron las causas más importantes de esta subida.

6-IV-1981.

Evolución monetaria

Durante el mes de febrero y la mayor parte del mes de marzo, los tipos de interés del mercado de eurodólares continuaron el descenso siguiente al episodio de alzas generalizadas registrado en la última parte del año 1980. Este episodio, que se inició en Estados Unidos como respuesta a una fuerte aceleración del crecimiento de los agregados monetarios y de las expectativas de inflación durante la segunda mitad del pasado año, se extendió a los mercados internacionales y alcanzó su máximo al cierre del año, con tipos de interés del 23 % para el eurodólar a un mes en el mercado de Londres. Estos tipos de interés iniciaron una intensa flexión a la baja, a partir de la primera semana del nuevo año, que les situó al nivel del 14-14,5 % en la tercera decena del mes de marzo, considerando el mismo tipo de referencia. La fortaleza exhibida por el dólar, a pesar de este descenso, indujo a las autoridades monetarias europeas, con la excepción del Reino Unido, a elevar sus tipos de interés, durante la segunda mitad del mes de febrero, en defensa de sus tipos de cambio y para evitar una agudización de los procesos inflacionistas. Finalmente, en los últimos días del mes de marzo, se ha detenido la caída de los tipos de interés en el mercado de eurodólares, como consecuencia de la incertidumbre que rodea a la actividad de los mercados americanos y ante el aumento de la tensión social en Polonia, y se han recrudecido las alzas de tipos de interés en algunos países europeos (véase la nota relativa a evolución monetaria internacional que aparece en este boletín).

La actuación del Banco de España ha marcado un perfil bastante similar en los tipos de interés internos, cuidando de que no se ampliaran significativamente los costes diferenciales de financiación entre los mercados interiores y los euromercados. Para lograr este fin, alentó una subida de tipos en los mercados monetarios, que alcanzaron su límite superior a mediados del mes de enero, aceptando para ello un crecimiento más pausado de los agregados monetarios. A partir de ese momento, en un contexto internacional en el que el coste del dinero parecía haber frenado su carrera alcista, permitió en el mes de febrero una mayor volatilidad de la cotización de la peseta, que se depreció rápidamente en los mercados cambiarios. Propició, asimismo, una caída de los tipos de interés, que, desde niveles del 18 % en la primera quincena del mes de enero, han alcanzado el 13 % en la última parte del mes de marzo, si se toma como referencia el tipo del mercado interbancario a un mes.

La distensión que esta caída produjo en los mercados monetarios a corto plazo no se ha traducido, hasta el momento, en un mayor ritmo de avance del crédito al sector privado, dada la atonía de la demanda de fondos

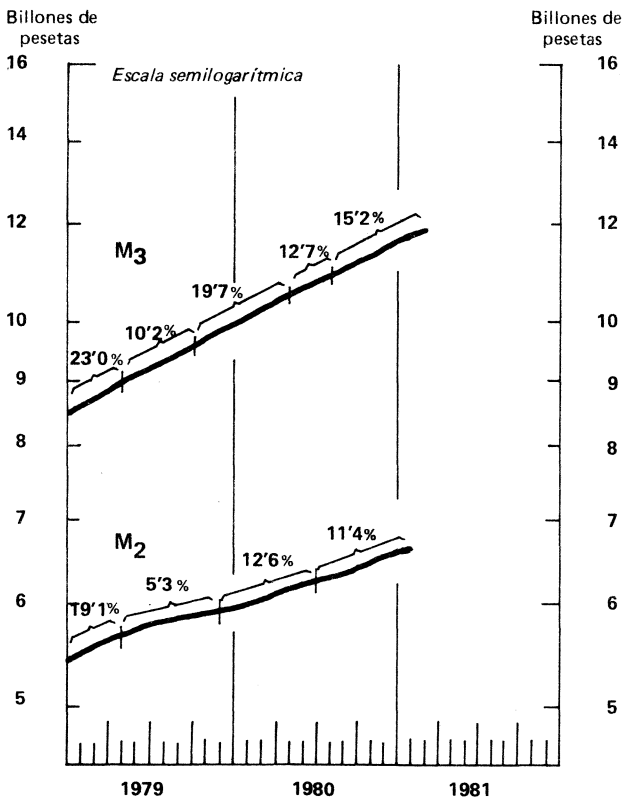
de préstamo a que se enfrentan las entidades del sistema bancario. Las altas rentabilidades ofrecidas por los instrumentos de renta fija y variable y el incremento de remuneración de las colocaciones exteriores, estimularon, a finales del pasado año, un nuevo aumento de las retribuciones de los pasivos bancarios, que se ha trasladado a los precios estipulados para la financiación del sistema, desalentando la demanda de fondos prestables por parte del sector privado a los precios vigentes en el mercado.

El sector público redujo, en el mes de febrero, su recurso al sistema crediticio como resultado de las recaudaciones de impuestos, de gran importancia, registradas habitualmente en este mes; una vez eliminado el carácter estacional de este movimiento, se aprecia, sin embargo, una aceleración importante de la demanda de fondos por parte del mismo. El sector exterior, en el mismo período, no ha allegado fondos al sistema, dados los diferenciales de tipos de interés. La financiación al sector privado a través de valores ha recibido un pequeño impulso, al materializarse en este mes los requisitos de inversión impuestos a las cajas de

1. Agregados monetarios (∅, *)

	M ₃		M ₂			
	Saldo		Saldo			
1980						
SEP	11.194		6.413			
OCT	11.350		6.501			
NOV	11.467		6.548			
DIC	11.576		6.581			
1981						
ENE	11.673		6.588			
FEB	11.800					
	T ₁ ¹	T ₁ ³	T ₁₂ ¹ (sin centrar)	T ₁ ¹	T ₁ ³	T ₁₂ ¹ (sin centrar)
1980						
SEP	18,6	19,0	17,8	16,8	17,3	10,0
OCT	18,1	16,6	17,5	17,6	14,4	10,9
NOV	13,1	14,4	17,0	9,2	10,9	11,8
DIC	12,0	11,9	16,0	6,2	5,5	10,6
1981						
ENE	10,5	12,1	15,9	1,2		11,1
FEB	13,8		15,6			

1. Agregados monetarios (∅, *)



ahorros por el crecimiento estacional de sus cifras de depósitos a final del año 1980. El grado de racionamiento del crédito ha continuado descendiendo, consecuentemente, dado el incremento de los costes explícitos de contratación y el decaimiento, ya comentado, de la cantidad de fondos demandada.

La debilidad de la demanda de crédito por parte del sector privado y la distensión observada en el mercado monetario han estimulado la demanda de otros activos financieros, favoreciendo un aumento en la cotización de las acciones durante el primer trimestre de 1981.

Los agregados monetarios

El ritmo de expansión de la cantidad de dinero, en su sentido más amplio, M₃, se mantuvo, durante el mes de febrero de 1981, dentro de la tónica de moderación que viene registrándose desde noviembre de 1980. En términos de la tasa intermensual de la serie desestacionalizada elevada a tasa anual, alcanzó un valor de 13,8%. Si, a efectos de evitar la irregularidad, se contemplan las medias móviles trimestrales, resultan tasas de 11,9% y 12,1% para las medias centradas en los meses de diciembre y enero, respectivamente. Las previsiones sobre el incremento del mes de marzo ofrecen

2. Componentes de M_3 (Z, *)

	Efectivo en manos del público				Depósitos del sistema bancario			
	Saldo	T_1^1	T_1^3	T_{12}^1	Saldo	T_1^1	T_1^3	T_{12}^1
1980								
SEP	1.119	16,9	18,2	16,2	10.048	18,7	19,1	17,9
OCT	1.127	8,9	13,2	15,5	10.197	19,2	16,9	17,7
NOV	1.140	13,9	6,6	15,5	10.301	13,0	15,1	17,1
DIC	1.137	- 2,3	7,9	14,6	10.409	13,3	12,3	16,1
1981								
ENE	1.149	12,8	8,3	15,1	10.497	10,7	12,5	16,0
FEB	1.162	15,1		15,4	10.610	13,6		15,5

porcentajes de 17,5 % en términos de T_1^1 y 14,0 % en términos de T_1^3 , con datos hasta la segunda decena de dicho mes. Tras un episodio de desaceleración de los ritmos de avance de la cantidad de dinero, iniciado con las subidas de tipos de interés acaecidas en el mes de noviembre y que ha producido una reducción de los agregados monetarios en términos de saldos reales, se asiste, por tanto, a una cierta recuperación del ritmo de expansión de M_3 cuyas características resultan, aún, difíciles de identificar, pero que parece relacionada fundamentalmente con el aumento del recurso del sector público al Banco de España.

Las sendas de expansión de M_2 , que se presentan en el cuadro n.º 1, y las de la oferta monetaria recogen, hasta el mes de febrero, una evolución similar a la de M_3 , aun cuando más acentuada en su caída.

El efectivo en manos del público creció, en el mes de febrero, a una tasa del 15,4 % en términos de T_{12}^1 , reflejando básicamente el ritmo de avance de los precios al consumo.

3. Depósitos del sistema bancario (Z, *)

	Depósitos en la banca			Depósitos en las cajas		
	Saldo	T_1^1	T_1^3	Saldo	T_1^1	T_1^3
1980						
SEP	6.594	19,5	21,3	3.458	17,6	15,1
OCT	6.696	20,4	17,6	3.499	15,5	15,3
NOV	6.765	13,0	14,0	3.535	12,9	16,0
DIC	6.814	9,0	12,3	3.589	19,8	12,5
1981						
ENE	6.893	15,0	13,5	3.604	5,3	11,0
FEB	6.981	16,5		3.628	8,4	

Los depósitos del sistema bancario, el principal componente de los agregados monetarios, registraron un incremento moderado, perfectamente paralelo a la tasa de avance de las disponibilidades líquidas, de 13,8 % y 12,3 % en términos de T_1^1 y T_1^3 , respectivamente. Si se analiza la evolución de los depósitos por instituciones operantes en el mercado, se puede contemplar cómo, después del paréntesis de final de año, se reanudó la tendencia a un mayor crecimiento de los pasivos monetarios de los bancos, en detrimento de los pasivos de las cajas de ahorro.

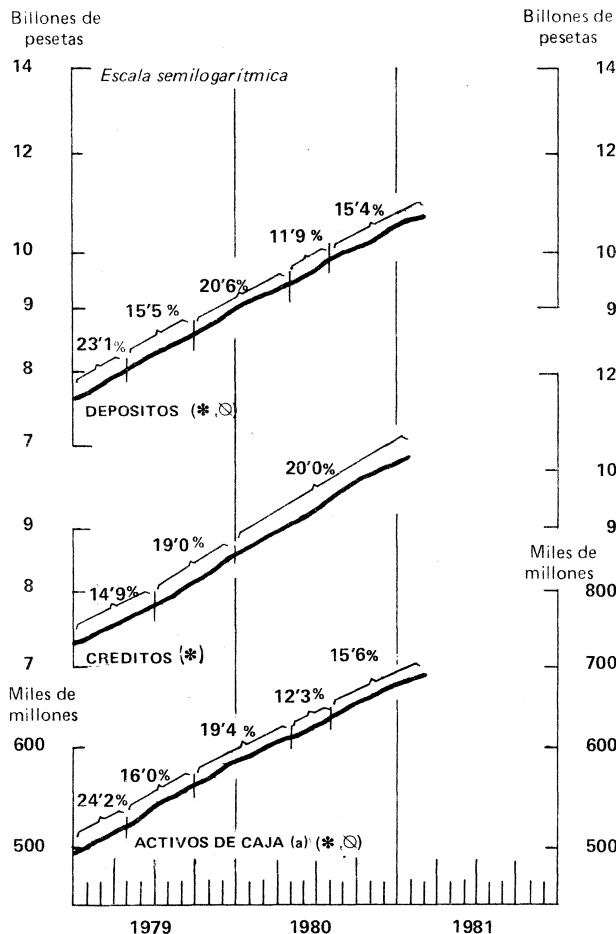
4. Depósitos del sistema bancario (*)

Datos a fin de mes

	Depósitos totales	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
1980				
SEP	10.439	2.654	2.969	4.815
OCT	10.581	2.697	3.001	4.884
NOV	10.710	2.731	3.025	4.954
DIC	10.821	2.724	3.060	5.036
1981				
ENE	10.897	2.708	3.055	5.134
	T_1^3	T_1^3	T_1^3	T_1^3
1980				
SEP	18,2	20,4	13,1	20,3
OCT	17,5	21,4	12,4	18,7
NOV	15,5	11,0	12,8	19,7
DIC	12,5	1,7	7,3	22,2
1981				
ENE				

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

2. Sistema bancario



(a). Serie corregida de variaciones de coeficiente de caja y de-estacionalizada.

Los tipos de interés libres pagados a los depósitos a plazo volvieron a acusar, a final de año, un nuevo incremento, fruto del alza en las rentabilidades que retribuyen a las inversiones en el mercado de valores y de la situación de los mercados exteriores, donde la subida de tipos de interés y el crecimiento de la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de cambio han hecho que las entidades bancarias se desplazaran, en cierta medida, hacia los mercados interiores. Como consecuencia de ese nuevo aumento del diferencial de tipos de interés de los depósitos a plazo, respecto a los establecidos legalmente para los depósitos a la vista y de ahorro, se aprecia, dentro de los depósitos del sistema bancario, un mayor desplazamiento hacia las colocaciones a plazo.

Los activos de caja y los mercados monetarios

Como ya se ha comentado, la generación de activos de caja y la evolución de los mercados monetarios han quedado encuadradas en un clima de distensión que, desde la segunda quincena de enero, viene manifestándose en el transcurso de los meses de febrero y marzo. Los tipos interbancarios a un mes cayeron a niveles del 13 %, donde se han mantenido; los excedentes de activos computables buscaron su nivel medio normal de los últimos meses, y el Banco de España no tuvo dificultad en atender la demanda de activos a los tipos vigentes en el mercado.

Como consecuencia de las importantes recaudaciones de impuestos, se produjo en febrero, según se puede contemplar en el cuadro n.º 5, una actuación fuertemente contractiva del sector público, que redujo en términos de saldos medios de cifras diarias su recurso al banco central en 51 m.m. El nivel medio de activos exteriores del Banco cayó en 8 m.m., y el conjunto heterogéneo de otros activos descendió, asimismo, en 6 m.m. durante dicho mes. La menor demanda de efectivo por parte del público contrapesó, en parte, esta caída, 16 m.m., y el esfuerzo compensador del Banco de España se tradujo en un aumento del «crédito neto al sistema bancario», que se expandió en 44 m.m.

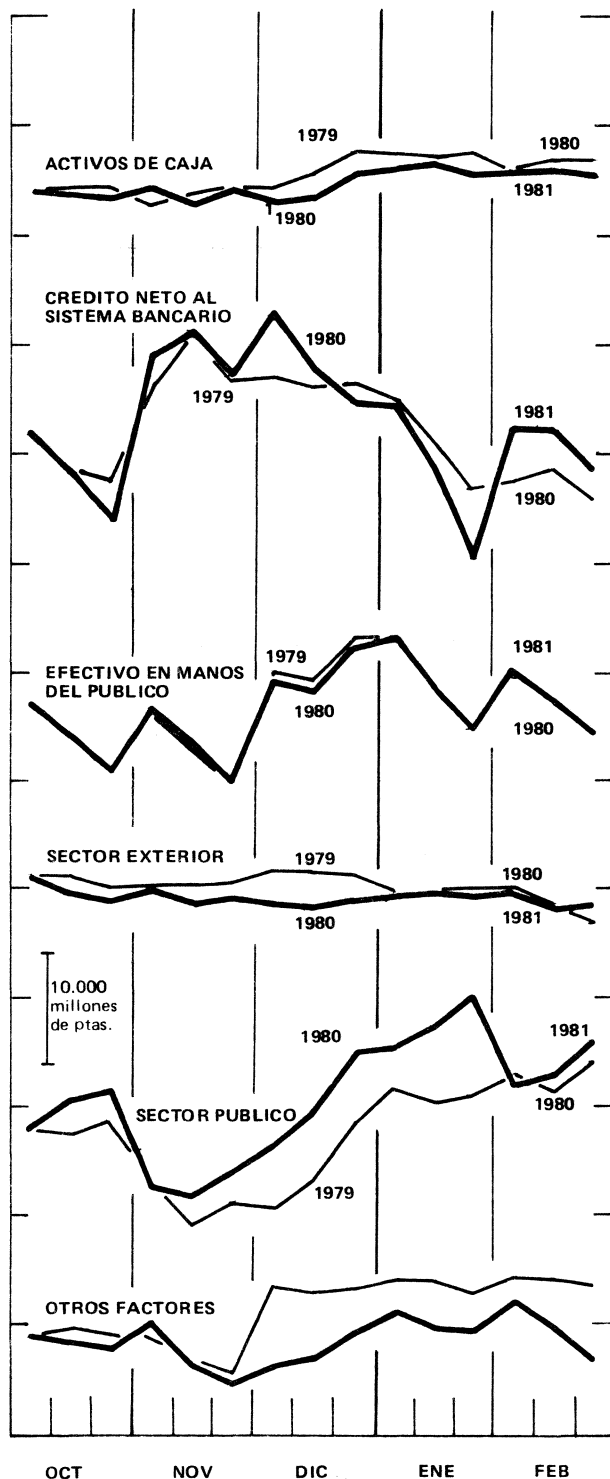
La modificación de la normativa que regula las cuentas en pesetas convertibles liberó los depósitos que

5. Banco de España: Creación de activos de caja (Z)

	DIC 1980	ENE 1981	FEB 1981
Activos de caja	8,6	15,7	- 5,1
CONTRAPARTIDAS:			
Efectivo (a)	-61,3	23,2	15,7
Otros factores	72,7	107,0	-64,6
Sector exterior	- 4,8	4,3	- 7,6
Sector público	76,3	73,7	-50,7
Otros	1,2	29,0	- 6,3
Crédito neto al sistema bancario	2,8	-114,3	43,8
Créditos al sistema bancario	-17,6	-47,0	57,9
Bonos del Tesoro y cert. de depósito	13,3	-54,1	-27,5
Depósitos obligatorios	- 1,6	-12,5	11,5
Otros disponibles	3,1	- 0,7	1,9

(a) Aumento: (-).

3. Activos de Caja (2)



obligatoriamente mantenían las entidades en el Banco de España. En consecuencia, con fecha 1 de febrero, desaparecieron dichos depósitos obligatorios, con el efecto expansivo que aparece en el cuadro n.º 5, por 11,5 m.m. Las entidades bancarias aumentaron, por otro lado, sus tenencias de bonos del tesoro y certificados de depósitos en 28 m.m. Los saldos medios de créditos del banco central al sistema bancario crecieron, por último, en 58 m.m., lo que, unido a lo anterior, hizo que el crédito neto al sistema se incrementara en 44 m.m, según saldos medios mensuales.

El saldo medio de activos líquidos computables en el coeficiente de caja se redujo en 5 m.m., lo que, corregido de efectos de estacionalidad, arrojó una tasa intermensual de crecimiento de 12,7 %, en términos de T_3^3 .

Después del incremento transitorio de final de año, los excedentes legales de caja retornaron en el periodo analizado a su nivel habitual, manteniéndose en torno al valor de 0,06 %.

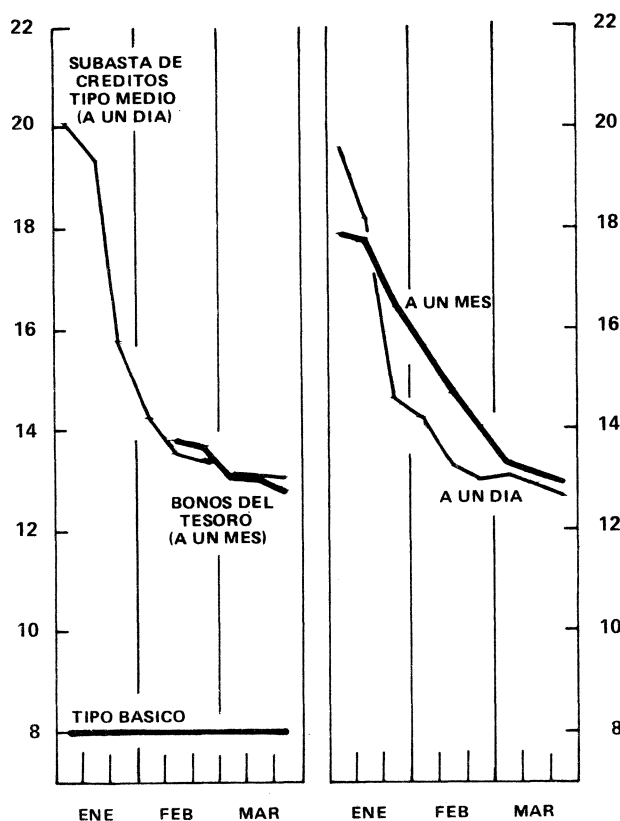
Los tipos medios de la subasta de créditos de regulación monetaria se situaron en el entorno de 13-14 %, mostrando diferenciales muy bajos con respecto a otros tipos del mercado monetario. Los tipos cotizados en los mercados interbancarios se movieron, asimismo, dentro de estos niveles, produciéndose un alargamiento en el plazo de las operaciones cruzadas.

Se ha registrado, a partir de la segunda quincena de febrero y, sobre todo, a lo largo del mes de marzo, un

6. Excedente de caja legal (2)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
1980			
SEP	0,07	0,06	0,07
OCT	0,06	0,06	0,06
NOV	0,07	0,07	0,07
DIC	0,08	0,09	0,08
1981			
ENE	0,08	0,08	0,07
1.ª dec.	0,11	0,12	0,08
2.ª dec.	0,08	0,10	0,06
3.ª dec.	0,06	0,04	0,08
FEB	0,07	0,08	0,06
1.ª dec.	0,06	0,06	0,05
2.ª dec.	0,08	0,10	0,04
3.ª dec.	0,07	0,06	0,10
MAR			
1.ª dec.	0,06	0,06	0,06
2.ª dec.			

4. Tipos de interés (2)



incremento muy importante de la cartera de bonos del Tesoro y certificados de depósito en poder del sistema bancario, que alcanzaba, a finales de marzo, niveles próximos a los 400 m.m.; mientras que, a mediados de febrero, se situaba en torno a 230 m.m. Este incremento es más notable al ir asociado a una caída importante en la rentabilidad ofrecida, que, desde valores de 17 %, ha descendido al entorno de 13-13,5 %.

El aumento de la oferta de bonos del Tesoro y certificados de depósitos, promovido por el crecimiento del recurso del sector público al Banco de España, ha encontrado, pues, una demanda muy holgada, principalmente en la banca privada, como consecuencia de la situación desahogada de tesorería evidenciada por la misma. La explicación al tema de la caída de los tipos de interés de bonos y certificados, que se produjo al tiempo que aumentaba la oferta, se halla, probablemente, en la debilidad exhibida por la demanda de crédito realizada por el sector privado a los tipos de interés vigentes para el mismo. Este hecho promovió, en definitiva, que las entidades bancarias desplazaran una parte importante de sus fondos hacia colocaciones

en bonos del Tesoro y certificados de depósito en el Banco de España.

7. Tipos de mercado monetario (2)

	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	Bonos del Tesoro a un mes
1980						
SEP	14,3	13,4	14,5	14,0	14,2	14,1
OCT	15,4	14,4	15,4	15,2	15,4	14,7
NOV	16,8	15,5	16,1	16,5	16,8	14,0
DIC	18,6	15,7	17,4	18,5	18,7	15,2
1981						
ENE	17,1	16,2	17,3	17,7	18,2	17,4
1. ^a dec.	19,6	17,2	17,9	19,7	20,1	17,4
2. ^a dec.	18,1	16,9	17,8	18,8	19,3	—
3. ^a dec.	14,6	14,4	16,4	15,4	15,7	—
FEB	13,5	13,1	14,8	13,5	13,8	13,7
1. ^a dec.	14,2	14,1	15,7	13,7	14,3	—
2. ^a dec.	13,3	12,7	14,7	13,5	13,6	13,8
3. ^a dec.	13,0	12,4	14,1	13,2	13,4	13,6
MAR						
1. ^a dec.	13,1	12,2	13,3	13,0	13,1	13,0
2. ^a dec.	12,9	11,9	13,1	12,9	13,0	13,0

El sistema crediticio y la financiación al sector privado

La actuación conjunta del sistema crediticio, ya analizada, generó, en el **mes de febrero**, un avance de sus pasivos monetarios de 58 m.m. en cifras provisionales de saldos a fin de mes (ver cuadro n.º 8).

El Banco de España participó con una cantidad estimada de 8 m.m. en este incremento de las disponibilidades líquidas, al aumentar las tenencias de efectivo en manos del público y los depósitos de particulares en sus cuentas. La caída generalizada de sus activos frente al exterior en -11 m.m., frente al sector público en -19 m.m. y de otros activos en -42 m.m. (*), le permitió disminuir sus necesidades de financiación, cediendo fondos al sistema bancario por valor de 80 m.m.

El conjunto de bancos y cajas de ahorro contribuyó con 50 m.m. de depósitos al crecimiento de M_3 en el mes de febrero. Complementó esta financiación en el mercado de valores y con recursos concedidos por el banco central, perdiendo fondos a través del conjunto de «cuentas diversas» por -34 m.m. (*). Si se deduce de la variación del pasivo exterior neto (10 m.m.) el

8. Balance del sistema crediticio

Estimación

m. m.

	31 DIC 1980	31 ENE 1981 (1)	28 FEB 1981 (2)	Variación (2) - (1)
Sector Exterior	- 136	- 156	- 177	- 21
Banco de España	874	874	863	- 11
Sistema Bancario	- 1.010	1.030	- 1.040	- 10
Sector Público	1.404	1.516	1.494	- 22
Banco de España	1.109	1.195	1.176	- 19
Sistema Bancario	295	321	318	- 3
Sector Privado	11.514	11.476	11.588	112
S. Bancario (Créditos y efectos)	10.322	10.283	10.363	80
Sistema Bancario (valores)	1.192	1.193	1.225	32
ACTIVO = PASIVO	12.782	12.837	12.905	68
Disponibilidades Líquidas	12.243	12.051	12.109	58
Banco de España	1.217	1.152	1.160	8
Sistema Bancario	11.026	10.899	10.949	50
Pro-memoria (a)	47	125		- 80
Obligaciones	309	314	316	2
Bonos de Caja	238	244	246	2
Cédulas E.O.C.	71	70	70	0
Diversas (b)	230	472	480	8

(a) Pro-memoria: Traspase de Fondos del Sistema Bancario al Banco de España.

(b) Cuentas de capital + cuentas diversas - Activo real - cuentas intrasistema.

incremento producido por el aumento del cambio comprador de la moneda extranjera que sirve para valorar las partidas al cierre del mes, el sistema bancario no obtuvo recursos adicionales en los mercados exteriores.

Con estos fondos y con el descenso de sus activos frente al sector público, el sistema bancario financió el incremento de sus activos frente al sector privado en una cantidad estimada en 112 m.m. Esta cifra que se avanza de crecimiento de la financiación al sector privado, a través de créditos y valores, encierra un complejo conjunto de previsiones que la hacen especialmente débil en su estimación de las cuentas diversas y del flujo de fondos canalizados hacia el sector privado.

La suscripción de valores industriales adquirió, en el mes analizado, una mayor relevancia como forma de

(*) En el balance figuran implícitamente en la partida «diversas» de pasivo con signo positivo, representando el valor de «diversas» del sistema bancario - 34 m.m.

instrumentación de estos flujos, al materializarse por parte de las cajas de ahorro los activos exigidos por el coeficiente de fondos públicos, que en estas instituciones se computa con dos meses de desfase y queda referido, en dicho mes, a los depósitos de final de año. En esos momentos, se produjo un incremento estacional muy acusado de los pasivos de las cajas, de manera que, en el mes de febrero, se registró un salto en la tenencia de títulos por parte del sistema. Los valores que de este modo han quedado afectados a dicho coeficiente han sido básicamente títulos de renta fija de las empresas eléctricas y parte de la fuerte emisión de obligaciones de Telefónica.

La cifra que, como residuo, se obtiene de crecimiento de la financiación al sector privado a través de pólizas y efectos recoge esta compleja gama de estimaciones y supuestos, mostrando un crecimiento provisional, medido en términos de la tasa intermensual de la serie desestacionalizada elevada a tasa anual, de 9 %. Cuatro de estos nueve puntos son el reflejo estimado de la revalorización de los fondos en moneda extranjera que sirvieron para instrumentar el crédito interior en divisas otorgado por el sistema bancario, y que ya se ha comentado al analizar las fuentes de recursos del sistema crediticio.

La escasa demanda de crédito a los precios vigentes en el mercado, el proceso de acomodación a la nueva

9. Crédito al sector privado (*)

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de ahorro	Crédito oficial
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
1980				
SEP	9.726	7.072	1.822	821
OCT	9.915	7.231	1.845	831
NOV	10.069	7.347	1.881	846
DIC	10.161	7.401	1.911	858
1981				
ENE	10.327	7.539	1.914	869
FEB (p)	10.403	7.588	1.925	879
	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³
1980				
SEP	23,7	26,8	14,6	18,1
OCT	21,0	22,9	14,7	19,6
NOV	19,1	19,8	16,2	19,4
DIC	17,7	18,2	15,2	19,4
1981				
ENE	13,9	14,1	12,0	16,4
FEB (p)	(9,0)	(9,0)	(7,0)	(14,0)

En el último mes se incluye, entre paréntesis, la T₁³ en la columna T₁³

normativa reguladora de tipo de interés y comisiones que se ha desarrollado a lo largo del mes de febrero y la instrumentación en mayor medida de la financiación a través de valores son tres posibles razones que se ofrecen para explicar la caída de las tasas en un mes en el que ni el sector público ni el sector exterior han marcado límites a la expansión de este agregado fundamental de los activos del sistema crediticio.

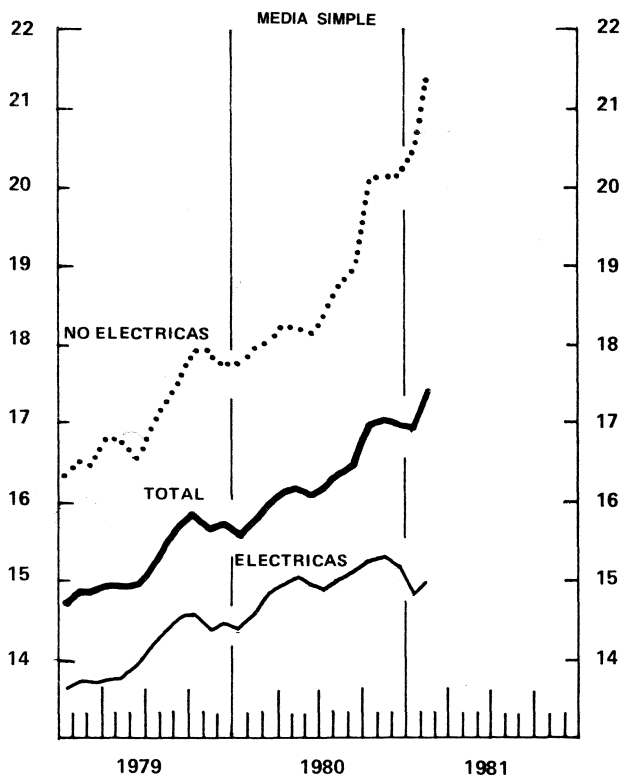
Si, abandonando las estimaciones, se contemplan las cifras **de enero**, último mes para el que se dispone de datos definitivos de los activos del sistema crediticio, se aprecia que el crédito, en dicho mes, avanzó 21,4 % en T_1^1 y 17,7 % en T_3^3 , recogiénose, para dicho mes, un efecto de valoración similar al del mes de febrero por las partidas en moneda extranjera, que rebaja sustancialmente la tasa de avance registrada. La expansión del recurso del Tesoro al sistema crediticio, especialmente intensa en el mes de enero, se compensó, en parte, con el escaso crecimiento de los activos frente al sector exterior, dejando un margen de holgura para el crecimiento de los activos frente al sector privado en términos desestacionalizados. La banca privada, con una tasa de 24,9 %, fue la que registró un ritmo de avance más intenso en el mes de enero,

mientras que las tasas del Crédito Oficial y de las cajas de ahorro se mantuvieron en 15,2 % y 11,4 %, respectivamente.

El coste de los recursos puestos a disposición del sector privado sufrió un nuevo incremento, según datos hasta el cierre del año 1980, que parece persistir en los dos primeros meses de 1981. Se han trasladado a tipos y comisiones activas las subidas de la retribución de los pasivos del sistema bancario asociadas al incremento de rentabilidad del mercado de valores y a la escalada de tipos de los euromercados.

Consecuentemente con estos mayores costes explícitos de los fondos de préstamo puestos a disposición del sector privado, ha decrecido el grado de racionamiento del crédito vigente en el sistema, a pesar de la caída de las cantidades negociadas en el mercado, según indicadores que recogen información hasta la mitad del mes de febrero. En las circunstancias actuales de atonía de la actividad productiva y de altos costes persistentes del crédito, el racionamiento de cantidades ha ido perdiendo significación como forma de distribución de los recursos desde la mitad del año 1980.

5. Rendimiento interno de obligaciones con vida media superior a 7 años



El mercado de valores en enero de 1981

La nota más destacada del mercado de valores, en enero de 1981, fue el reducido volumen, 21 m.m., de los fondos solicitados en el mismo, en comparación con los 67 m.m. negociados en el mismo mes de 1980.

La causa principal del comportamiento reseñado hay que buscarla en la drástica reducción experimentada en las emisiones de obligaciones de empresas públicas y privadas no financieras. Esta situación, provocada por la ausencia total de emisiones de eléctricas y Telefónica en el mes de enero, parece que se ha compensado, en gran medida, en febrero, mes en que las emisiones lanzadas han sobrepasado ampliamente las realizadas en el mismo mes de 1980.

Por el contrario, las emisiones de bonos de caja de bancos industriales han mantenido la línea que, cada vez más firmemente, quedó marcada en la segunda mitad de 1980, y, frente a una amortización neta de 0,8 m.m. en enero de ese año, las emisiones netas han ascendido a 3,1 m.m. en el mes de enero de 1981.

El mercado primario de emisión de acciones también ha acusado una baja relativamente fuerte, aunque la menor cuantía relativa de este mercado disminuye su incidencia en el conjunto.

10. Emisiones netas de valores a largo plazo

	1979	1980	ENE	
			1980	1981
Administraciones públicas	83,1	98,6	3,8	2,3
Estado (b)	67,7	73,2	-0,7	-0,7
Corporaciones locales (a)	15,4	25,4	4,5	3,0
Empresas	258,7	337,8	63,0	18,6
Renta fija	155,8	218,7	49,4	8,5
Renta variable	102,9	119,7	13,6	10,1
Sociedades financieras	46,5	93,4	0,5	5,2
Acciones (d)	25,7	43,3	1,7	0,4
Bonos de caja (e)	-4,3	38,0	-0,8	3,1
Entidades oficiales de crédito	16,5	12,1	-0,4	1,7
Sociedades no financieras	212,2	244,4	62,5	13,4
Acciones	77,2	76,4	11,9	9,7
Obligaciones de empresas privadas (a)	112,6	141,6	49,5	5,4
Obligaciones de empresas públicas (c)	22,4	26,4	1,1	-1,7
PRO MEMORIA:				
Cédulas para inversiones	176,8 (f)	132,5	27,7	31,9
Acciones sin aportación de fondos	33,6	55,2	9,6	14,3
Sociedades financieras	4,2	6,3	-0,5	
Sociedades no financieras	29,4	48,9	10,1	14,3

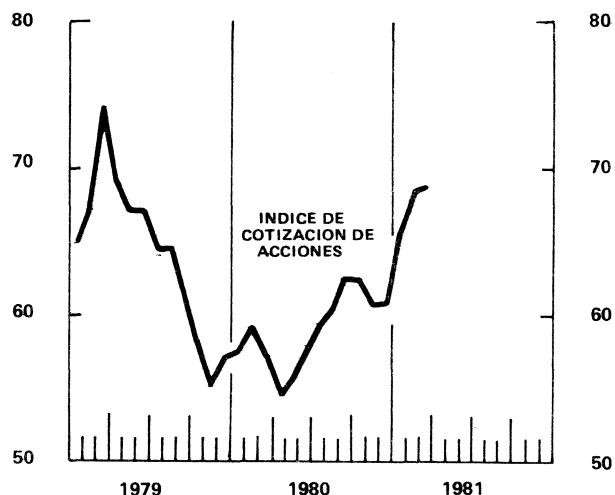
- (a) Estas emisiones son brutas nominales.
 (b) Excluidos pagarés y bonos del Tesoro.
 (c) Información fragmentaria. Recoge emisiones brutas, salvo las del INI, que figuran netas.
 (d) Excluidas las participaciones de Fondos de Inversión mobiliaria.
 (e) De Bancos Industriales y de Negocios.
 (f) Incluidos 24,8 m.m. de deuda especial para la industria siderúrgica y naval.

Finalmente, por lo que respecta a las administraciones públicas, el Estado ha dejado transcurrir, una vez más, los meses de enero, febrero y marzo sin iniciar el lanzamiento del importante volumen de emisiones previsto por la Ley de Presupuestos para el año en curso, por lo que las amortizaciones han supuesto, en enero, para el Estado una salida neta de fondos. Por el contrario, ha continuado ampliándose la lista de corporaciones locales que acuden a financiarse mediante la emisión de obligaciones, que colocan, en su práctica totalidad, en las cajas de ahorro.

Los tipos de interés, en el mes comentado, se han mantenido relativamente estables, y, mientras los del mercado monetario han quedado inscritos en una línea descendente tras la elevación producida en los dos últimos meses de 1980, el tipo de rendimiento interno de las obligaciones ha mostrado una ligerísima elevación, precediendo a una bastante intensa en el mes de febrero. Esta última se ha correspondido con la elevación de los tipos de interés, puesta de manifiesto en el aluvión de emisiones de eléctricas y de Telefónica re-

6. Cotización de acciones

Datos a fin de mes



gistradas en febrero respecto a los aplicados en 1980. El interés nominal de las emisiones de obligaciones de empresas eléctricas ha subido, en efecto, un punto, situándose en el 14,25 %, y el de las obligaciones de la CTNE se ha elevado al 13,75 %, desde el 12,75 %. Este aumento viene a mostrar los efectos de la creciente presión existente en el mercado de computables, en el que se registra un exceso creciente de las emisiones computables sobre las necesidades de títulos para cubrir el coeficiente de fondos públicos por parte de las cajas de ahorros. Probablemente, este hecho explica también la ausencia total de emisiones computables en el mes de enero, a excepción de las corporaciones locales.

El mercado bursátil, que en el mes de enero mostró un crecimiento no conocido desde bastantes meses atrás, acompañado de incrementos notables en los volúmenes de negociación, experimentó un debilitamiento a partir de la segunda quincena de febrero, que se ha acentuado ligeramente en el mes de marzo. Así, mientras en el primer mes del año el índice de cotización de acciones registró un alza del 7,83 %, en el segundo se limitó el 4,91 % y en el tercero la variación resultó ligerísimamente negativa. En conjunto, a finales de marzo, el índice se situó el 12,9 % por encima del cierre del año 1980.

3-IV-1981.

Actividad, empleo, precios

Las primeras informaciones sobre la evolución de la economía en los primeros meses del presente año vienen a confirmar la tendencia al estancamiento después del pequeño fortalecimiento del cuarto trimestre de 1980. El consumo de energía eléctrica ha crecido en un 1,3 % en el período enero-febrero sobre el mismo del año anterior; sin embargo, en marzo, el consumo ha caído, aproximadamente, el 1,5 %, lo que implica un crecimiento del 0,4 % en el primer trimestre sobre los tres primeros meses de 1980 y una disminución en torno al 9 % comparándolo con el trimestre inmediatamente anterior (1).

La producción de acero en el período enero-febrero ha crecido sobre igual período del año anterior. Sin embargo, los representantes de UNESID recuerdan que el período de referencia de 1980 coincide con una huelga importante en Altos Hornos de Vizcaya, que repercutió en una menor producción. La opinión apunta al mantenimiento de los mismos niveles de

1. Indicadores de producción y actividad (*)

	Indice de producción industrial	Consumo energía eléctrica	Tasas de crecimiento	
			Consumo energía primaria	Utilización capacidad productiva(c)
1979/1978 ∅	0,4	6,9	4,1	80
1980/1979 ∅	1,4(a)	3,4	- 0,3	79
1981/1980 ∅	...	0,4(d)	...	...
1979 (b)				
I TR ∅	- 4,8	14,5	15,1	80
II TR ∅	6,1	3,2	- 5,0	81
III TR ∅	- 0,3	1,9	-17,0	79
IV TR ∅	- 7,2	10,3	54,0	79
1980 (b)				
I TR ∅	12,1	4,8	- 6,0	80
II TR ∅	- 2,8	- 9,8	-12,0	79
III TR ∅	-10,3	8,0	-29,0	77
IV TR ∅	15,7(a)	12,0	53,0	79
1981 (b)				
I TR ∅	...	9,0(d)	...	...

Las tasas de aumento de 1978-1980 se refieren al crecimiento experimentado en el período comprendido entre enero y el último mes disponible respecto del mismo período del año anterior.

Las tasas intertrimestrales no correspondientes a un trimestre natural recogen el crecimiento de los tres últimos meses para los que se dispone de información respecto de los tres anteriores.

(a) Último mes disponible: noviembre.

(b) Tasas intertrimestrales elevadas a tasa anual.

(c) Valores absolutos.

(d) Último mes disponible: marzo.

FUENTE: INE y Ministerio de Industria.

(1) En 1980, el consumo de energía eléctrica creció un 3,4 % y el índice de producción industrial en los once primeros meses lo hizo en un 1,4 %. Sin embargo, el consumo bruto de energía primaria, según CAMPSA, disminuyó en un 0,1 % en 1980; según la Comisaría de Energía, el descenso fue del 1,1 %, también en 1980.

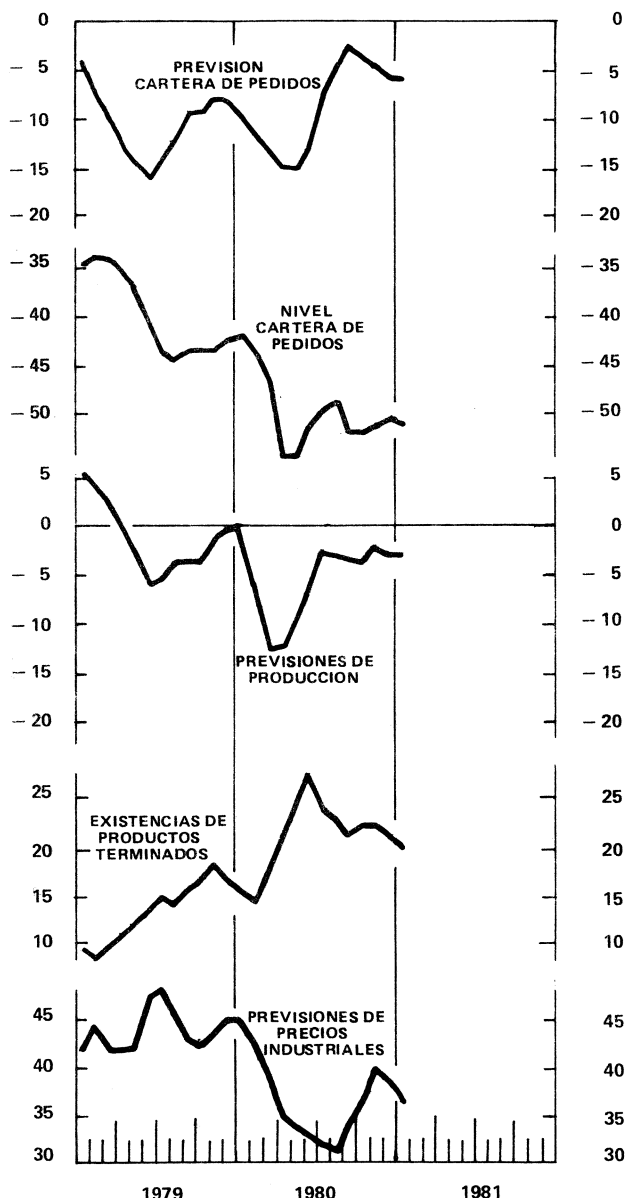
producción. Los transformadores de cobre, integrados en Ibercobre, registran una disminución de sus ventas, en los dos primeros meses del año, del orden del 20 % sobre igual período de 1980; la producción en el sector de turismos y vehículos industriales, según ANFAC, ha descendido en un 15 % en enero, sobre enero de 1980; las ventas se han reducido en un 11 % y las exportacio-

nes en un 10 %. Algunos planes de ampliación previstos a fines del año pasado en el sector del automóvil están actualmente detenidos.

Las encuestas de opinión empresariales registran, por lo que se refiere a los niveles de producción sobre el mes anterior, una mejora en enero y febrero. En febrero, la mejora es muy acentuada y por vez primera, desde enero de 1979, el nivel de opiniones neto resulta positivo. La ganancia de febrero sobre enero es de 13 puntos. No obstante, los niveles de producción detectados por la encuesta son inferiores a los de enero-febrero de 1980. Las expectativas sobre la producción, por su parte, continúan estancadas e incluso descienden, en febrero, en dos de las agrupaciones: bienes de producción e intermedios. El nivel de stock de productos terminados ha descendido, lo que puede ser también prueba de la atonía de la producción y de la tendencia a liquidar existencias. Las bajas cifras de crédito interno al sector privado estarían señalando en la misma dirección, de igual modo que el nivel todavía elevado de existencias indicaría un menor estímulo a la producción en los próximos meses.

Los resultados de la encuesta en el sector de la construcción son también más optimistas en cuanto a niveles de producción. En efecto, el ritmo de actividad ha mejorado en enero, aunque todavía en niveles negati-

1. Industria: Encuesta de opiniones empresariales



(a). Los gráficos representan las diferencias entre los porcentajes de respuestas de signo opuesto. Las cifras se refieren a medias móviles trimestrales.

2. Indicadores de la construcción

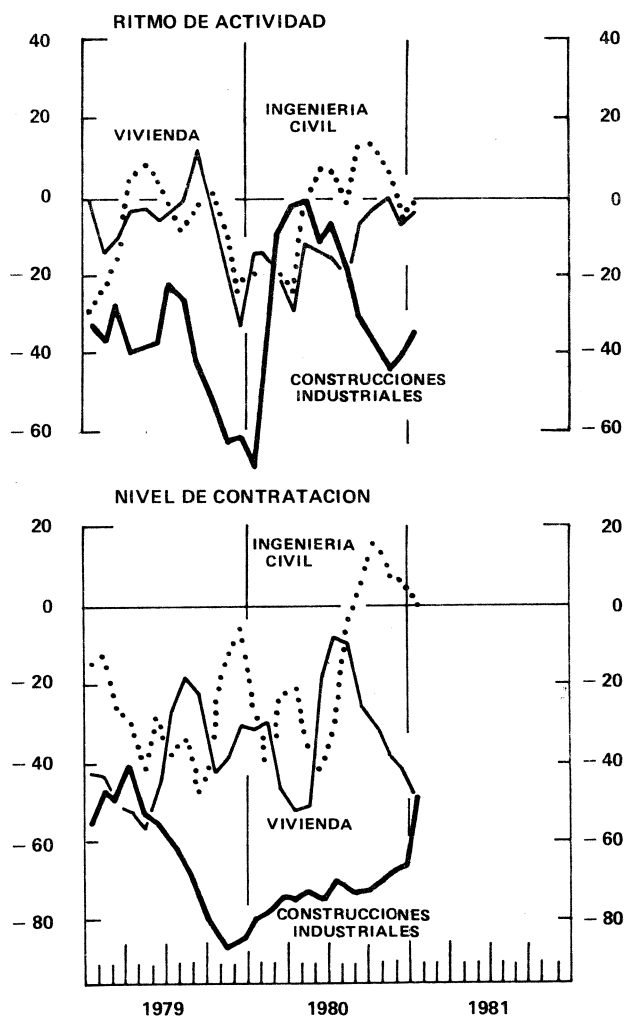
	1979/78	1980/79 (a)	1981/80 (a)
INDICADORES CUANTITATIVOS:			
Consumo aparente de cemento	- 5,7	- 5,0	...
Licitación oficial, deflactada con índice de coste de la construcción	- 1,5	8,3(NOV)	...
Viviendas de protección oficial			
3.1. Iniciadas (b)	-25,4	4,4	...
3.2. Terminadas	-23,1	5,5	...
Viviendas libres			
4.1. Iniciadas	...	- 6,4	...
4.2. Terminadas	...	12,6	...
Viviendas proyectadas (total)	7,7	-22,5(SEP)	...
ENCUESTAS DE OPINIONES EMPRESARIALES:			
Ritmo de actividad	-14,9	-13,3	- 2,0(FEB)
Nivel de contratación	-41,1	-35,0	-35,0(FEB)
Previsión ritmo de actividad	-22,6	-14,4	- 8,0(FEB)
Previsión contratación	-10,2	-13,2	- 2,0(ENE)

(a) La fecha entre paréntesis representa el último mes o trimestre para el que se dispone de información.

(b) La serie no incluye los datos de viviendas de promoción directa.

FUENTE: SEOPAN, INE, Ministerio de Industria.

2. Construcción: Encuesta de opiniones empresariales



vos; pero, en febrero, la opinión neta es positiva. Las mejoras cubren el sector de viviendas y también el de construcciones industriales e ingeniería civil. Sin embargo, el nivel de contratación ha disminuido, confirmando así las afirmaciones de SEOPAN sobre una caída de las licitaciones públicas en los dos primeros meses del año. También en el sector de viviendas ha disminuido el nivel de contratación de forma acentuada, lo que, por otro lado, sería una confirmación de los temores de SEOPAN a propósito de una contracción desproporcionada en los niveles de licitación privada en los primeros meses del año (SEOPAN no ha publicado por ahora estas cifras, en espera de obtener la confirmación de otros indicadores).

Por el lado de la demanda, las encuestas de opiniones empresariales sobre el nivel de la cartera de pedidos continúan en niveles más negativos que los registrados en enero y febrero de 1980, tanto en el total de la industria como en los grupos de bienes de consumo e intermedios; sólo los bienes de inversión registran niveles negativos menos profundos que la de comienzos de 1980. Respecto a la evolución sobre el mes anterior, la cartera de pedidos mantiene en enero y febrero prácticamente los mismos niveles totales que el segundo y cuarto trimestres de 1980. En febrero, no obstante, la caída sobre enero, en la serie desestacionalizada ha sido de 3 puntos, volviendo al nivel negativo de 52 % de opiniones netas registrado en diciembre. En definitiva, el nivel de cartera de pedidos de la encuesta de opiniones empresariales muestra una economía en la que las ligeras oscilaciones al alza son corregidas rápidamente en sentido inverso. Pero, observando los niveles netos de la encuesta, se comprueba un continuo deslizamiento de las opiniones negativas desde mediados de 1979.

El paro registrado en los dos primeros meses del año ha crecido en la serie desestacionalizada en 49 mil personas en enero, y en 8 mil en febrero (la cifra de la serie original de febrero es de 22 mil personas). Las comparaciones de comienzos de año con las de finales de 1980 son desfavorables. El mayor crecimiento del paro ha tenido lugar en el grupo sin empleo anterior, seguido de la industria y los servicios. El aumento del paro ha sido menor en el sector de la construcción. En

3. Indicadores del sector servicios

	Tasas interanuales (%)		
	1979/1978	1980/1979	1981/1980
Índice de actividad ferroviaria (a)	-2,4	3,7 (OCT)	...
Índice de actividad del transporte marítimo (a)	5,4	7,8 (SEP)	...
Índice de actividad de transporte aéreo (a)	0,9	-6,9	-6,8 (ENE)
Consumo de gas-oil para transporte terrestre	6,9	1,0	...
Comunicaciones: total de conferencias telefónicas	16,5	7,9	...
Turismo: extranjeros entrados	-3,4	-1,3	...
Sector público: número de asalariados (b)	1,7	3,5	...

(a) Medias ponderadas de los índices correspondientes a viajeros y mercancías.

(b) Encuesta de población activa. INE.

FUENTE: INE.

4. Indicadores de demanda interior

	Tasas de crecimiento				
	Matricula- ción au- móviles	Ventas grandes almacenes	Importaciones (a)		Matricula- ción bie- nes inver- sión
			Bienes de consumo	Bienes in- versión	
1979/78 ∅	- 5,1	11,0	27,4	11,7	6,7
1980/79 ∅	- 7,5	24,3	39,4	33,4	- 3,5
1981/80 ∅	4,2 (c)	...	...	...	...
1979 (b)					
I TR ∅	- 0,5	6,7	32,0	- 2,8	99,1
II TR ∅	2,4	19,7	38,3	47,2	- 3,6
III TR ∅	6,4	-14,1	26,3	- 6,3	-64,8
IV TR ∅	-23,5	77,6	114,0	50,4	75,5
1980 (b)					
I TR ∅	-41,5	48,9	63,7	26,1	-24,5
II TR ∅	13,6	-12,2	-27,1	126,7	-35,5
III TR ∅	33,2	11,3	62,8	-38,6	-55,6
IV TR ∅	76,7	55,9	53,1	97,9	0,4
1981 (b)					
I TR ∅	-33,8 (c)	...	...	...	...

- (a) Valor en pesetas.
 (b) Tasas intertrimestrales elevadas a tasa anual.
 (c) Ultimo mes disponible: enero.

FUENTE: INE y Dirección General de Aduanas.

la agricultura, donde se había registrado una disminución de las cifras de paro a fines de 1980, han crecido espectacularmente en enero, mientras que en febrero continúan aumentando a un ritmo ya muy modesto en la serie original y descienden en la desestacionalizada. Las cifras totales de paro registrado crecen en los dos primeros meses del año a un ritmo superior al de los dos primeros meses de 1980, respecto a los niveles existentes a fines del año anterior. Los mayores crecimientos tienen lugar en la industria y entre los trabajadores sin empleo anterior.

Según los datos recogidos en la encuesta de población activa (en adelante EPA) del INE, el empleo había descendido en 442.000 personas en el curso de los últimos doce meses. A lo largo de 1980, la población ocupada en sentido estricto disminuyó el 3 % (menos 2,4 % en 1979 y menos 1,2 % en 1978); pero el volumen total de asalariados descendió de modo más acentuado 3,5 %, con la particularidad de que el descenso en el número de asalariados del sector privado fue del 5 %, mientras que el empleo en el sector público creció en un 3,4 %, compensando en parte la caída de aquel.

5. Paro registrado (*)

	Miles de personas						
	Paro registrado						
	Total	Anteriormente empleados					Sin empleo anterior
		Total	Agricultura	Industria	Construcc.	Servicios	
1=2+7	2	3	4	5	6	7	
1979							
I TR ∅	918	770	58	244	265	203	148
II TR ∅	1.020	830	64	260	286	220	190
III TR ∅	1.101	885	67	274	305	239	216
IV TR ∅	1.113	899	61	275	311	252	214
1980							
I TR ∅	1.180	943	68	292	313	270	237
II TR ∅	1.248	1.000	72	307	329	292	248
III TR ∅	1.294	1.055	72	320	346	317	239
IV TR ∅	1.389	1.118	72	347	362	337	271
1981							
I TR ∅	1.476	1.173	81	368	369	335	303
ACUMULADO EN EL MES:							
1980							
DIC	33	20	-4	11	5	8	13
1981							
ENE	49	32	16	9	-2	9	17
FEB	8	6	-8	5	4	5	2

- (a) Ultimo mes disponible: febrero.

FUENTE: Ministerio de Trabajo.

6. Empleo y paro (*)

Miles de personas

Encuesta de la población activa de 16 y más años				
	Porcentaje de paro 1=(4/2)	Población activa 2	Ocupada en sentido estricto 3	Parados totales 4
1979				
I TR	8,0	12.884	11.734	1.032
II TR	8,5	12.876	11.678	1.090
III TR	8,9	12.886	11.662	1.149
IV TR	9,4	12.902	11.561	1.214
1980				
I TR	10,4	12.896	11.458	1.339
II TR	11,5	12.879	11.314	1.482
III TR	11,8	12.828	11.262	1.517
IV TR	12,4	12.835	11.121	1.593
ACUMULADO EN EL TRIMESTRE:				
1979				
I TR	...	-19	-75	50
II TR	...	-8	-56	58
III TR	...	10	-16	59
IV TR	...	16	-101	65
1980				
I TR	...	-6	-103	125
II TR	...	-17	-144	143
III TR	...	-51	-52	35
IV TR	...	7	-141	76

FUENTE: INE.

7. Población activa ocupada en sentido estricto por categorías profesionales (*)

Miles de personas

	Total (a) 1=2+3	Sector Público 2	Sector Privado 3=4+5	Asalariados 4	Otros (b) 5
1979					
I TR	11.872	1.458	10.414	6.946	3.468
II TR	11.795	1.433	10.362	6.877	3.485
III TR	11.784	1.471	10.313	6.771	3.542
IV TR	11.692	1.473	10.219	6.719	3.500
1980					
I TR	11.566	1.506	10.060	6.645	3.415
II TR	11.389	1.497	9.892	6.491	3.401
III TR	11.266	1.509	9.757	6.375	3.382
IV TR	11.082	1.528	9.554	6.247	3.307

(a) Hasta el tercer trimestre de 1980, la serie incluye las personas de 14 y 15 años.

(b) Incluye los empresarios sin asalariados, trabajadores independientes, empresarios empleadores, ayuda familiar y otros.

FUENTE: INE.

El paro, según la EPA, a fines de año, se elevaba a 1.620 miles de personas, es decir, el 12,6 % de la población activa. Su aumento en cifras absolutas fue de 385.000 personas, inferior a la disminución del empleo, explicándose, en parte, a consecuencia de un nuevo descenso de la población activa que, si a finales de 1979 representaba el 49,3 % del total de personas mayores de 16 años, se había reducido al 48,5 % al terminar 1980.

Salarios y precios

Sólo se dispone de nuevos indicadores sobre la evolución de los salarios en lo que se refiere al total del año para el coste salarial en la construcción. También se dispone de las cifras de noviembre sobre retribución media mensual por hora trabajada y del salario medio por persona ocupada en la industria y los servicios. El índice del coste salarial en la construcción, que registra un incremento medio del 18,6 % en 1980, se ha mantenido relativamente estable, trimestre a trimestre, a lo largo de casi todo el año. No obstante, si se compara con la evolución del indicador que recoge las ganancias medias por persona en la industria y los servicios, que en los once primeros meses de 1980 se ha elevado en un 17 %, el salario por persona en la construcción ha tenido un comportamiento mucho más dinámico que el de los otros sectores. El salario por persona en la industria y en los servicios, después de mantener una evolución muy regular en los tres primeros trimestres del año, ha experimentado una mayor aceleración al finalizar 1980. Esta aceleración se refleja igualmente en la retribución media mensual por hora trabajada, lo que, a su vez, sugiere que el número de horas trabajadas durante el período ha tenido muy poca variación.

En el mes de febrero, el ritmo de inflación española se ha suavizado de modo acusado respecto a los dos meses anteriores. El índice de precios al consumo, en el mes de febrero, aumentó un 13,9 % sobre igual mes del

8. Indicadores salariales

Tasa de crecimiento respecto al mismo periodo del año anterior

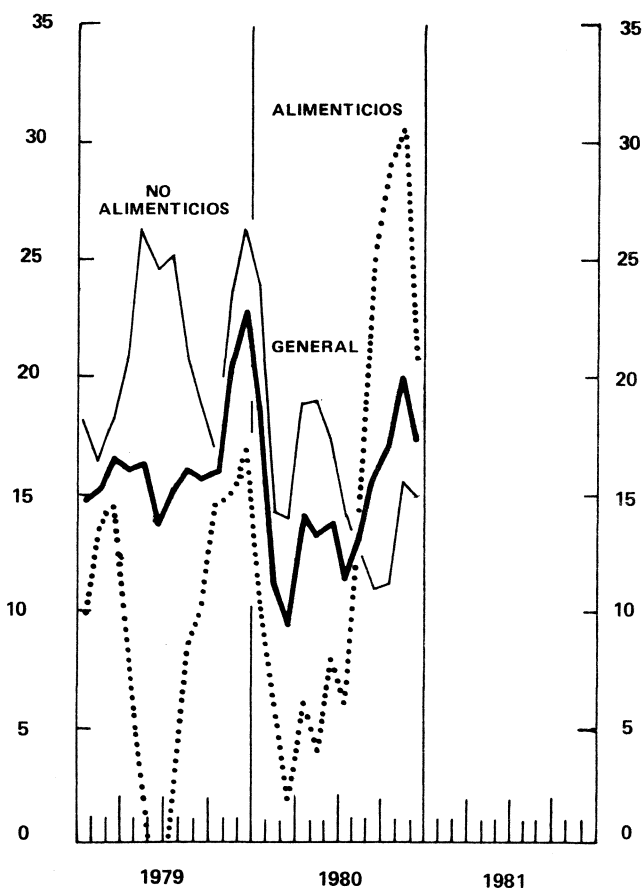
	Retribución por persona				Retribución media mensual por hora trabajada
	Convenios colectivos (a)	Coste salarial en la construcción	Ganancia media por persona	Salario agrícola	
1978					
I TR	20,5	25,1	25,4	26,7	26,2
II TR	14,1	17,7	22,5	17,4	21,6
III TR	15,3	18,6	17,0 (b)	13,1	19,3 (b)
1979					
I TR	13,1	22,1	22,3	23,2	21,4
II TR	14,8	18,1	26,6	17,8	22,6
III TR	15,3	16,3	21,0	14,4	22,7
IV TR	14,0	14,8	20,5	14,9	19,7
1980					
I TR	16,2	16,3	16,2	14,4	17,1
II TR	15,2	19,5	16,1	14,9	19,6
III TR	14,7	19,4	16,9	12,0	19,5
IV TR	14,1	19,1	18,6 (b)	11,4	20,9 (b)

(a) Incremento ponderado en la masa salarial procedente de los convenios colectivos.

(b) Último mes disponible: noviembre.

FUENTE: INE, Ministerio de Agricultura, Confederación Nacional de la Construcción y Ministerio de Trabajo.

3. Índice de precios de consumo: T_1^3 (*)



9. Índice de precios de consumo

Tasas de crecimiento

	General		Alimenticios		No alimenticios	
	Media anual	Sobre igual mes año anterior	Media anual	Sobre igual mes año anterior	Media anual	Sobre igual mes año anterior
1979/78 \varnothing	15,7	15,5 (a)	10,1	8,5 (a)	19,4	20,2 (a)
1980/79 \varnothing	15,5	15,1 (a)	9,1	12,4 (a)	19,5	16,8 (a)
1981/80 \varnothing	14,1	13,9 (b)	13,3	13,5 (b)	14,6	14,1 (b)
	T_1^3	Acumulado en el año	T_1^3	Acumulado en el año	T_1^3	Acumulado en el año
1980						
DIC	20,0	15,1	30,8	12,4	15,4	16,8
1981						
ENE	17,3	2,1	21,7	2,5	14,8	1,9
FEB	...	2,6	...	2,8	...	2,5

(a) Diciembre sobre diciembre.

(b) Febrero sobre febrero.

FUENTE: INE.

los precios de consumo en febrero creció un 0,5 % en cifras absolutas y 0,9 % en la serie desestacionalizada. El crecimiento de los precios alimenticios ha sido de sólo un 0,3 %, aproximadamente la mitad del crecimiento del índice de precios no alimenticios. Sin embargo, en la serie desestabilizada, los precios alimenticios han crecido a razón de un 1,2 %, mientras que los no alimenticios lo han hecho a una tasa del 0,7 %. Las cifras de febrero indican una fuerte desaceleración en la evolución del índice de precios de consumo, tanto por lo que se refiere al índice general como a cada uno de sus dos componentes.

año anterior, evolución que se compara favorablemente con el 14,4 % de enero o con la tasa de crecimiento medio del 15,5 % correspondiente a 1980. Además, comparado con el mes anterior, el crecimiento de

Las comparaciones con los países de la OCDE correspondientes al mes de enero indican una reducción del diferencial respecto al mes de diciembre. En efecto, en diciembre, el diferencial se había ampliado a 3 puntos,

10. Índice de precios de consumo: España y la OCDE

Tasas de crecimiento

	Tasas anuales				Tasas mensuales			
	1979	1980	12 meses que acaban en ENE 1980	6 meses que acaban en ENE 1980	OCT	NOV	DIC	ENE
España	15,7	15,5	14,4	13,6	0,9	1,0	1,5	2,1
Total OCDE	9,9	12,9	11,5	10,3	0,8	0,8	0,7	1,0
OCDE - Europa	10,8	14,2	12,8	11,7	1,0	0,9	0,9	1,1
CEE	9,1	12,1	11,0	9,6	0,8	0,9	0,7	0,9

FUENTE: INE y OCDE.

frente a 2,5 puntos en los 12 meses que terminaron en noviembre. Para los 12 meses que acaban en enero, el diferencial se ha reducido ligeramente a 2,9 puntos. Pero respecto al diferencial que recoge la evolución en los seis meses últimos que terminan en enero, se ha pasado de 4,9 puntos en diciembre a 3,3 puntos en enero. A la vista de lo sucedido en febrero, es previsible una mayor aproximación entre las tasas de inflación de la OCDE y España.

14-IV-1981.

Sector exterior

La balanza de pagos por cuenta corriente

En el momento de cerrarse este Boletín, la única información nueva disponible sobre la evolución de la balanza de pagos por cuenta corriente, con respecto a la recogida en el Boletín del mes de febrero, es la facilitada por el registro de caja del Departamento Extranjero del Banco de España correspondiente al mes de enero, que se presenta en el cuadro 1.

La balanza por cuenta corriente registró en el primer mes del año, en términos de caja, un déficit de 420,8 millones de dólares, 310,2 millones más que en enero de 1980. El déficit comercial se incrementó en 156,9 millones de dólares, mientras que los saldos positivos correspondientes a servicios y transferencias disminuyeron, en 134,7 millones el primero y 18,6 millones el segundo, siempre en comparación con igual período del año precedente.

El aumento observado en el déficit comercial se debe a una caída importante en los ingresos por exportaciones de mercancías, ya que los pagos por importaciones se redujeron también con respecto a enero de 1980.

Las profundas diferencias que se vienen produciendo desde el mes de mayo de 1980 entre el valor de las exportaciones de mercancías según el registro de caja y según la Dirección General de Aduanas, que han dado motivo a diferentes comentarios en los medios económicos, merecen un análisis detenido. Con independencia del hecho de que la Dirección General de Aduanas y el Departamento Extranjero del Banco de España utilizan fuentes y procedimientos de valoración distintos en muchos casos para contabilizar las transac-

1. Balanza de pagos por cuenta corriente (a)

Saldos en millones de dólares USA

	ENE	
	1980	1981
Mercancías	-711,7	-868,6
Servicios	418,0	283,3
Turismo y viajes	391,4	374,5
Fletes, seguros y transportes	114,6	119,5
Rentas de inversión	- 65,0	- 98,1
Otros servicios	- 23,0	-112,6
Transferencias	183,1	164,5
Balanza corriente	-110,6	-420,8

(a) Según datos del registro de caja del Departamento Extranjero del Banco de España.

ciones comerciales, el Banco de España no incluye en el registro de caja aquellas transacciones comerciales que se realizan con pago aplazado inferior a un año, hasta el momento en que dicho pago se produce. Pero, además, a raíz de la publicación de la Circular 16/1980 de la Dirección General de Transacciones Exteriores, de fecha 18 de marzo, ha surgido otra fuente de discrepancia.

En efecto, según la mencionada disposición, la entidad delegada receptora de un abono relacionado con una exportación de mercancías, queda obligada a comunicarlo al beneficiario para que éste justifique documentalmente dicha exportación mediante la presentación de la «declaración aduanera de exportación» (DAE). Esta norma se aplica tanto a las exportaciones realizadas con licencia como a las que no la precisan. Si el beneficiario del abono retrasase en más de 15 días el envío de la información requerida, la banca procedería de oficio a liquidar a pesetas las divisas cobradas, para lo cual formularía una entrada de divisas con aplicación al código 13.02.10 (reembolsos procedentes del extranjero y pendientes de justificación) (1), código que se incluye en la balanza de caja dentro del renglón «partidas no clasificadas y diferencias de valoración». Si el exportador así lo requiere, podrá cobrar el contravalor en pesetas de las divisas liquidadas, y cuando con posterioridad a esta operación presente la documentación pendiente (DAE), la banca procederá a aplicar el importe como un ingreso en la balanza comercial y cancelará el apunte realizado en el código 13.02.10 (2). En la medida en que este ajuste no se realice, se producirá una infravaloración en los ingresos por exportación según datos del registro de caja, junto con un aumento en el saldo del epígrafe residual.

En la práctica, y por razones que no vienen al caso, la banca utiliza para este tipo de operaciones no sólo el código 13.02.10, sino también el 08.40.00, que en puridad debería recoger únicamente cobros anticipados sobre futuras exportaciones, y que se incluye en la balanza de caja dentro del renglón correspondiente a capital a corto plazo. Resulta, pues, que, como consecuencia de esta práctica, la contrapartida de una parte del aumento en la posición de divisas de la banca delegada, derivada del cobro de exportaciones pendientes

(1) Véanse los anexos a las circulares 248 del extinguido IEME, para una explicación más detallada del contenido de los códigos estadísticos que, a partir de ahora, se van a manejar.

(2) Como es bien sabido, las cancelaciones de los ingresos de dicho código se realizan mediante un apunte en los pagos del código 13.02.60. Del mismo modo, las amortizaciones de los ingresos del código 08.40.00 se anotan en los pagos del código 08.90.00.

de justificar documentalmente, ha venido siendo contabilizada como un aumento de los ingresos de capital a corto plazo.

El receptor de anticipos a cuenta de futuras exportaciones tiene un plazo de 6 meses, a partir de la comunicación de la entrada de divisas, para presentar la documentación justificativa de la operación, siendo este plazo de sólo 10 días, a contar desde la disposición de los fondos, cuando se trata de las operaciones anotadas en el código 13.02.10. Queda claro, por lo tanto, que si, por las razones que fuesen, no se presentase la justificación documental, la balanza de caja presentaría las siguientes características: los ingresos por exportaciones de mercancías aparecerían infravalorados; el renglón de capital a corto plazo mostraría unas entradas de divisas que no corresponderían estrictamente a créditos a corto plazo recibidos del exterior, y, finalmente, el valor del epígrafe residual aparecería sobrevalorado por el lado de los ingresos.

Del análisis de la evolución de los códigos considerados, parece deducirse que, desde mayo de 1980, la justificación documental y, por lo tanto, los ajustes correspondientes, se están produciendo con notables retrasos. El importe neto en dólares de los anticipos a cuenta de futuras exportaciones (código 08.04.00) fue, en 1980, de 554 millones, frente a los 194 millones de 1979. De la cifra de 1980, 89 millones son el resultado del período enero-abril, y el resto corresponde a los ocho últimos meses del año. Los cálculos equivalentes realizados con el código 13.02.10 presentan para 1980 un saldo positivo de 228 millones de dólares, cuando en 1979 su valor fue de sólo 29 millones. De los 228 millones del año 1980, sólo 2 millones se produjeron durante el período enero-abril.

Las cifras de años anteriores a 1979 no han presentado grandes oscilaciones. Podría suponerse, por tanto, a la espera de una estimación más profunda, que los valores registrados en dicho año habrían sido el resultado del juego normal de los códigos en 1980, y que los excesos sobre los mismos deberían haberse imputado a la balanza comercial. Según este supuesto, las exportaciones de mercancías según el registro de caja habrían estado infravaloradas en 1980 en unos 560 millones de dólares, de los que 360 millones se contabilizaron como ingresos de capital a corto plazo y los 200 millones restantes aumentaron el signo positivo de la partida de ajuste. Siguiendo este mismo criterio para enero de 1981, la estimación de la infravaloración de las exportaciones es en dicho mes de 205 millones de dólares, siendo el reparto correspondiente de 79 millones en capital a corto plazo y 126 en la partida de ajuste.

A la vista de lo que antecede, resulta evidente que, a la hora de analizar los desfases en cobros y pagos que han podido producirse con el exterior durante los últimos meses, es necesario tener en cuenta los hechos aquí analizados, ya que han contribuido a introducir una distorsión más entre las cifras sobre el comercio exterior de la Dirección General de Aduanas y las del registro de caja del Banco de España.

En cuanto a las balanzas de servicios y transferencias, todas las partidas que las componen, excepto las recogidas en el epígrafe de fletes, seguros y transportes, registraron en el mes de enero de 1981 empeoramiento con respecto al mismo mes del año anterior. Son de destacar los aumentos en los saldos deficitarios de rentas de inversión, 33 millones de dólares, y transacciones gubernamentales, 67 millones. El empeoramiento registrado en el renglón de turismo y viajes fue menos importante, 17 millones de dólares, pero resulta de interés señalar que se motivó por un descenso en los ingresos, ya que los pagos, al contrario de lo que venía ocurriendo en los últimos meses, mostraron también una ligera caída.

2. Balanza de pagos por cuenta de capital (a)

Saldos en millones de dólares USA

	ENE	
	1980	1981
Balanza por cuenta corriente	-110,56	-420,86
Capital a largo plazo	153,00	258,63
Capital privado	184,93	250,27
Del exterior en España	293,71	368,78
Inversiones	80,63	129,78
Créditos	213,08	239,00
De España al exterior	-108,78	-118,51
Capital público	-31,93	8,36
Capital a corto plazo	-34,12	116,66
Instituciones bancarias	156,83	-54,30
Créditos interiores en divisas	182,99	20,53
Cuentas en ptas. no residentes	6,34	-43,33
Variación posición en divisas	-32,50	-31,50
Variación reservas centrales	-226,10	2,70
D E G asignados	76,37	72,51
«Oil Facility»	-	-
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	-15,42	-24,66

(a) En base a datos del registro de caja del Departamento Extranjero del Banco de España.

La evolución de la balanza de pagos por cuenta de capital

Según puede verse en el cuadro 2, el sustancial déficit que se registró durante el mes de enero en la balanza de pagos por cuenta corriente se vio financiado casi en su totalidad por unas entradas de divisas derivadas de operaciones autónomas de capital, que alcanzaron en dicho mes un valor de 418,1 millones de dólares (1). En consecuencia, las reservas de divisas del Banco de España experimentaron durante el mismo un ligero retroceso, de 2,7 millones de dólares, hasta situarse en 12.266,3 millones de dólares. Si a esta última cifra se añade el saldo a final de enero de la posición en divisas de la banca delegada, el valor total de las reservas exteriores españolas se sitúa en 12.386,9 millones de dólares, lo que representa un aumento de 28,8 millones de dólares en relación al saldo total registrado a finales de 1980.

Las entradas netas de capital correspondientes a enero de 1981 se situaron, sin embargo, a un nivel poco elevado, si se deflacta su importe de los ajustes señalados anteriormente. En efecto, después de descontar, a los 418 millones de dólares contabilizados en dicho mes, los 205 millones en que pueden estimarse los importes no aplicados a mercancías queda una cifra bastante inferior a los 337 millones registrados en enero de 1980 y a los aproximadamente 318 millones en que pueden situarse los ingresos netos de diciembre de este mismo año. El valor de los ingresos netos de capital durante el pasado mes de enero fue, no obstante, similar al contabilizado en noviembre de 1980 y muy superior a los de septiembre y octubre del mismo año, todos ellos corregidos en la forma indicada.

Analizando el comportamiento de los principales renglones de la balanza de capital en enero de 1981, las operaciones con vencimiento superior al año canalizaron, una vez más, la mayor parte de los ingresos de divisas, pero su aportación se vio reducida de nuevo por el mantenimiento de un alto nivel de salidas netas de capital a largo plazo por inversiones y créditos de españoles al exterior. Por lo que se refiere a las transac-

(1) Dentro de este total se incluyen, como ya se ha dicho en repetidas ocasiones, los valores correspondientes a partidas no clasificadas y diferencias de valoración, dentro de la cual, según se ha indicado antes, unos 126 millones de dólares corresponden a importes no aplicados a mercancías. Por este último motivo, el saldo neto de capital a corto plazo aparece sobrevalorado en unos 79 millones de dólares. En el total mencionado se incluye, además, la nueva asignación de DEG a España por el FMI, cuyo importe fue equivalente a 72,5 millones de dólares.

3. Variación porcentual del valor de la peseta frente a las principales monedas (a)

Semana del 23 al 27 de marzo de 1981

	Semana del 23-27 febrero 1981	Ultima semana de 1979	Semana del 12 al 15 de julio de 1977 (b)
Dólar USA	1,15	-6,81	1,95
Yen japonés	2,14	-4,43	-19,17
Franco suizo	0,63	0,81	-19,28
Marco alemán	0,47	0,10	-6,43
Franco belga	1,26	1,70	-1,46
Florin holandés	1,12	1,66	-3,27
Franco francés	1,10	1,74	3,66
Libra esterlina	0,37	-2,09	-22,12
Lira italiana	4,30	5,28	20,88
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- mundo	1,18	-3,22	-0,32
- países desarrollados	1,18	-1,24	-1,44
- CEE	1,25	1,12	-2,59

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

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

ciones de capital por plazo inferior a un año -cuyo valor, como se ha dicho, se encuentra afectado desde mayo de 1980 por el fenómeno contable señalado al hablar de la balanza por cuenta corriente (1)-, descontando en toda la serie los efectos derivados de esta circunstancia, se observa en enero de 1981 un fuerte incremento en las entradas de capital a corto plazo, respecto a diciembre de 1980, aun cuando su valor se sitúa en el orden de magnitud de los saldos positivos registrados durante el pasado año. Por último, la actividad de la banca delegada en los mercados internacionales dio lugar a un saldo negativo que confirma la baja aportación de recursos exteriores que estas instituciones vienen realizando, en términos netos, desde mediados del pasado año. Dentro de este último epígrafe, hay que destacar la fuerte reducción que se produjo en el saldo de las cuentas en pesetas de no residentes. Tan intensa caída coincide en el tiempo con la liberalización que se produjo en el régimen legal de estas cuentas, en virtud de la orden del Ministerio de Economía y Comercio de 23 de enero de 1981. Dicha disposición, que deroga el doble sistema de cuentas extranjeras en pe-

(1) Conviene recordar una vez más, que una parte importante del valor neto que se viene asignando, desde mediados de 1980, a las operaciones de capital a corto plazo se deriva de la atribución, por parte de la banca, a este concepto de balanza de pagos de una parte de los cobros de su clientela por exportaciones no justificadas documentalmente. Durante el mes de enero último, el resultado de esta contabilización puede cifrarse, como ya se ha señalado anteriormente al hablar de la balanza comercial, en un aumento de 79 millones de dólares en los ingresos de capital a corto plazo.

setas (cuentas A y B), supone una liberalización prácticamente total de la apertura y movimientos de los depósitos en pesetas de no residentes, pudiendo incluso, bajo determinadas condiciones, ser vendido su importe en el mercado de divisas a plazo. Pese a la coincidencia en las fechas antes señalada, no parece que pueda deducirse de ello que la evolución de dichos depósitos durante el mes de enero haya sido una consecuencia inmediata de su nuevo régimen legal. El breve repaso a la actividad de los diferentes canales de financiación exterior debe completarse con la nueva asignación en enero de derechos especiales de giro del Fondo Monetario Internacional por una cuantía similar a la de 1979 y 1980.

El inicio de un nuevo año económico es el momento más adecuado para establecer previsiones sobre lo que pueda ocurrir en los próximos 12 meses, aun cuando estas sean tan generales como lo permita la escasa experiencia de un solo mes transcurrido. Desde el punto de vista de la balanza de pagos española por cuenta de capital, no parece por el momento que vayan a existir graves problemas para financiar un déficit por cuenta corriente que, con toda seguridad, volverá a ser muy elevado. Los ingresos exteriores a largo plazo mostrarán posiblemente en 1981 un cierto estancamiento en la parte correspondiente a las inversiones extranjeras, cuyo saldo neto se mantendrá alrededor de los valores registrados en los últimos dos años. Los créditos exteriores, sin embargo, tanto públicos como privados, registrarán, de acuerdo con las previsiones de endeudamiento en el exterior de las principales empresas, un buen aumento en relación al año pasado. Una vez descontadas las amortizaciones derivadas de este último concepto, los ingresos netos de divisas que posiblemente se reciban del exterior por plazos superiores al año se situarán en 1981 entre los 7.000 y los 7.500 millones de dólares. Esta cifra, no obstante, podrá verse reducida en unos 1.500 millones, como consecuencia de salidas de capital por créditos e inversiones españolas -y especialmente del sector privado- al exterior, los cuales continuarán manifestando una tendencia creciente.

Las operaciones de capital a corto plazo, así como las canalizadas a través de la banca delegada, continuarán viéndose muy afectadas por la evolución relativa de las condiciones monetarias externas e interiores. Si a lo largo del año se manifestase una caída en los tipos de interés exteriores superior a la registrada por los nacionales, el comportamiento de este renglón podría ser neutro o arrojar unas ligeras entradas de divisas. En caso contrario, el alto nivel de amortizaciones brutas por este concepto llevaría a originar unas salidas de divisas elevadas, aun cuando, en cualquier caso, no

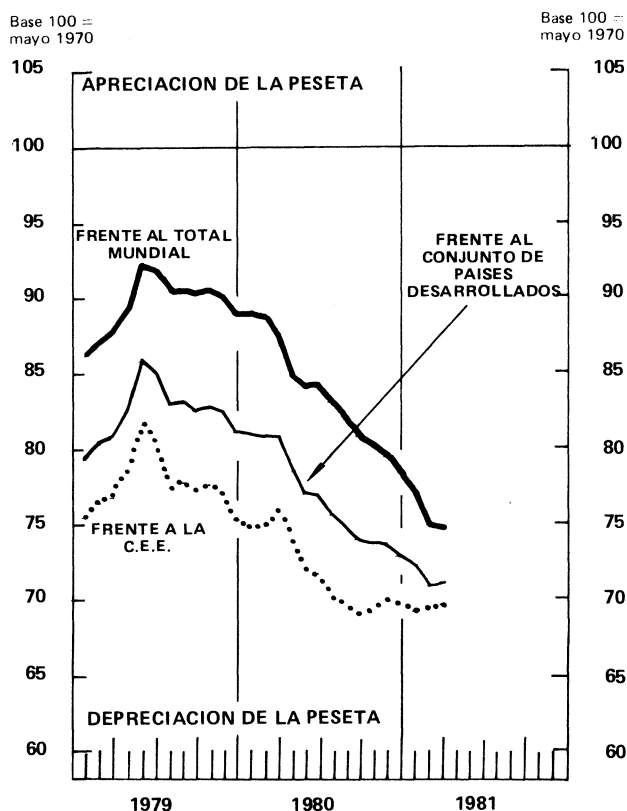
parece que se situarían por encima de los mil millones de dólares. En resumen, de cumplirse las condiciones descritas anteriormente, la disminución de reservas exteriores durante 1981 se situaría en niveles próximos a los 1.500 millones de dólares.

Evolución del tipo de cambio de la peseta

Durante las cuatro semanas transcurridas entre el 2 y el 27 de marzo últimos, la evolución del tipo de cambio de la peseta frente al dólar USA en el **mercado al contado** fue similar a la registrada por las principales monedas, y en especial por las europeas. En efecto, tras un comportamiento bastante irregular frente a la divisa estadounidense, durante la primera semana del período antes mencionado, la cotización al contado de la peseta registró una apreciación de cierta intensidad en los días posteriores hasta el 18 de marzo, fecha a partir de la cual volvió a depreciarse dentro de una evolución con algún altibajo. Durante el tiempo en que se produjo, el alza de la peseta frente al dólar USA fue superior, por término medio, a la apreciación que experimentaron las demás monedas que se cotizan oficialmente en España. En consecuencia, el índice diario del tipo de cambio efectivo de la peseta se elevó frente a dicho conjunto un 1,5 % entre el 9 y el 18 de marzo. Del mismo modo, el movimiento de la peseta a la baja en los días que siguieron al período alcista fue también más acentuado que el de las monedas antes referidas, lo que provocó una caída del 0,6 % en el índice medio ponderado que las agrupa.

Si se utilizan, como en el cuadro 3, valores medios semanales, la línea general antes descrita aparece ligeramente desdibujada por la influencia de algún movimiento aislado en sentido contrario. En relación al dólar USA, el tipo de cambio medio semanal de la peseta se depreció un 1,4 % en la primera semana del período de referencia, se apreció un 3,3 % durante las dos siguientes y volvió a caer un 0,8 % en la cuarta y última. Al término del período, por lo tanto, la cotización de la peseta se encontró apreciada, respecto a la situación de partida, en un 1,2 % frente a la divisa americana. Esta última circunstancia de aumento en el valor de la peseta entre las semanas que terminaron el 27 de febrero y el 27 de marzo últimos se repitió, con intensidad variable, frente a todas las monedas que se cotizan en el mercado español. Según puede verse en el cuadro 3, antes citado, las menores apreciaciones de la peseta tuvieron lugar respecto a la libra esterlina y al marco alemán, mientras que la mayor subida se registró frente a la lira italiana, como consecuencia de la decisión de las autoridades de este último país de devaluar su paridad dentro del Sistema Monetario Europeo.

1. Índice de la posición efectiva de la peseta (∅)



En términos globales, la peseta se apreció casi un 1,2 % frente al total mundial y a los países desarrollados, aunque la trayectoria de ambos índices a lo largo del período difirió ligeramente en sus movimientos al alza y a la baja. El índice del tipo de cambio efectivo de la peseta frente al Mercado Común registró también una apreciación de similar magnitud, si bien en este caso la subida se repartió a lo largo de las cuatro semanas del período de referencia.

El Banco de España intervino en el mercado al contado entre el 2 y el 27 de marzo últimos, vendiendo dólares con cierta regularidad. El resultado global de dicha intervención es bastante elevado, 336 millones de dólares. No obstante, para situar en su verdadera dimensión la importancia de esta actuación, ha de tenerse en cuenta que, del importe total aludido, 274,2 millones de dólares fueron vendidos en cuatro días aislados. Ello sitúa la intervención oficial, durante los demás días del período objeto de análisis, a un nivel bastante más reducido.

En el mes de febrero, las reservas oficiales de divisas disminuyeron en 336,2 millones de dólares, con lo que su saldo, a finales de dicho mes, alcanzó un valor de 12.050,7 millones de dólares. La pérdida de reservas entre los dos primeros meses de 1981 fue, por lo tanto, de 307,4 millones de dólares, dado que en enero se produjo un aumento de 28,8 millones. A ello habrá que sumar los resultados de marzo que, sin duda, registrarán una nueva caída.

En el **mercado a plazo**, la evolución del tipo de cambio medio de la peseta a tres meses presentó frente al dólar USA un perfil semejante al registrado por el tipo al contado. La apreciación del primero a lo largo de las cuatro semanas objeto de este comentario fue, sin embargo, ligeramente inferior a la registrada en el mercado al contado, por lo que la relación entre ambos pasó, desde una situación cercana a la par en que se encontraba a finales de febrero, hasta un descuento del 0,6 % al término del mes siguiente. Esta evolución fue situando el descuento a plazo de la peseta frente al dólar progresivamente por encima del nivel marcado por el diferencial entre los tipos de interés interbancario español y del eurodólar a igual plazo, que había ido haciéndose menos negativo, a medida que avanzaba el período. Como consecuencia, el diferencial cubierto de los tipos de interés se fue moviendo cada vez más en contra del recurso al crédito exterior, si bien el valor de dicho diferencial se mantuvo, en todo momento, dentro de unos niveles bastante reducidos.

La evolución del tipo de cambio efectivo real de la peseta en 1980

Durante el pasado año 1980, a la evolución descendente del tipo de cambio efectivo de la peseta vino a sumarse la mayor moderación que los precios españoles mostraron frente a los extranjeros, en comparación con años anteriores. El efecto combinado de ambas tendencias produjo una depreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta que, medida por los precios al consumo, se puede cifrar – respecto a los países que se cotizan en Madrid y para el período comprendido entre diciembre de 1979 y diciembre de 1980 – en el 7,4 %. Esta evolución contrasta con la subida del 7,1 % registrada a lo largo de 1979 y con el 15,6 % de aumento en 1978. Frente al Mercado Común, la depreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta fue del 4,5 % a lo largo de 1980, mientras que, durante los dos años inmediatamente anteriores, la peseta se había apreciado, en términos reales, un 4,4 % y un 13,3 % respectivamente.

Usando promedios anuales, el índice del tipo de cambio efectivo real de la peseta frente a los países desarro-

llados registró en 1980 una depreciación del 4,1 %. Este porcentaje puede descomponerse en una depreciación del tipo de cambio efectivo del 7,1 % y una elevación del 3,3 % en el índice de precios relativos al consumo frente al exterior. El papel moderador ejercido por la evolución de los precios españoles en 1980 queda reflejado al comparar dicho porcentaje de aumento con el 6,1 % de 1979 y, sobre todo, con el 11,8 % de 1978. Frente al Mercado Común, por su parte, la depreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta se situó, en 1980, alrededor del 4,6 %, que se descompone en una depreciación del tipo de cambio del 7,7 % y una elevación en el índice de precios relativos del 3,3 %.

Esta depreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta, tanto si se traduce en una caída de los precios españoles de exportación en moneda extranjera, como si se utiliza para ampliar el margen de beneficios de los exportadores, habrá de ejercer una influencia saludable en el sector de bienes comercializables internacionalmente de la economía española. A este respecto, conviene señalar que la cuantificación de dicho efecto puede ser bastante mayor de la indicada por los porcentajes antes citados, ya que dicho sector presenta tradicionalmente una mayor productividad que el sector de bienes no comercializables en el exterior. Ello induce a pensar que las subidas de precios registradas dentro del primer sector sean inferiores a las que, para el total de la economía, sugieren los índices de precios al consumo, utilizados en la elaboración de los índices que han servido para los comentarios anteriores. Este argumento parece venir confirmado por la menor apreciación que ha registrado históricamente el índice del tipo de cambio efectivo real cuando se deflacta por los precios relativos al por mayor.

6-IV-1981.

Nuevas series de rendimiento interno de las obligaciones privadas

1. Los efectos de la reforma fiscal de 1979

El Banco de España ha venido elaborando un rendimiento interno de las obligaciones privadas (1) a partir de las condiciones de emisión de los valores seleccionados y las cotizaciones registradas para ellos en la Bolsa de Madrid. La rentabilidad interna de un título en cada momento era el tipo de rendimiento que igualaba el valor actual de la corriente neta de ingresos futuros (cupones, primas fijas, capitales reembolsados) hasta su vida media con el coste de su adquisición en bolsa a la cotización presente. Los títulos seleccionados para hacer el cálculo eran una muestra variable (con un número de títulos que oscila entre 11 y 20) de obligaciones no convertibles de empresas no bancarias, con una vida media remanente superior a siete años, y la cotización utilizada era la media simple de las cotizaciones de los viernes del mes para el que se realizaba el cálculo o, en su defecto, la última practicada. Los resultados, calculados sobre los cupones líquidos, se agrupaban en una media simple y una ponderada para la que se utilizaba como factor de ponderación el capital vivo de las emisiones seleccionadas (2).

Ahora bien, en enero de 1979 tuvo lugar la entrada en vigor de la reforma fiscal legislada a lo largo de los dos años anteriores, y, en particular, por lo que respecta al tema de este trabajo, en el segundo semestre de 1978, mediante la publicación de las leyes que regulan los impuestos que gravan la renta de personas físicas y de las sociedades.

Un aspecto destacado de la reforma consistió en la supresión de los impuestos a cuenta y en la modificación del sistema de retenciones a cuenta sobre los

(1) Series que se publicaban en el Cuadro VII-11 del Boletín Estadístico. Las nuevas series que ahora se obtienen según la metodología descrita en esta nota se publican, a partir del número de marzo de dicho Boletín, en el Cuadro VII-13, dado que en el capítulo VII se han modificado también los cuadros relativos al mercado interbancario.

(2) Para una explicación más extensa del método empleado, ver: I. Garrido, «El rendimiento interno de las obligaciones, 1960-1973», Servicio de Estudios, Banco de España. Estudios Económicos número 3, 1974. En el cálculo al que se refiere esta nota, hay dos diferencias principales respecto al trabajo mencionado. En primer lugar, se ha utilizado una sola fórmula general para calcular la vida media de las emisiones, prescindiendo de fórmulas abreviadas en función del plan de amortización, modificación ésta introducida ya hace mucho tiempo. En segundo lugar, los cupones utilizados no son los líquidos, sino los brutos obtenidos según se describe más adelante.

1. Rendimiento interno de obligaciones

Valores con vida media superior a 7 años

Medias anuales

%

	Inversores sujetos al régimen general del IRPF o del IS (a)					Seguros, ahorro y entidades de crédito e inversores exentos en IS o no obligados a declarar en IRPF				
	Media simple			Media ponderada		Media simple			Media ponderada	
	Total 1	Eléctricas 2	No eléctricas 3 (b)	Total 4	Eléctricas 5	Total 6	Eléctricas 7	No eléctricas 8 (b)	Total 9	Eléctricas 10
1966	8,81	7,91	9,87	8,57	7,82	6,93	6,13	7,86	6,82	6,09
1967	9,44	8,69	10,86	8,93	8,55	7,54	6,89	8,79	7,20	6,85
1968	9,51	8,96	10,68	9,12	8,91	7,63	7,16	8,63	7,38	7,20
1969	9,93	9,37	11,13	9,56	9,31	8,01	7,53	9,03	7,78	7,57
1970	11,17	10,94	12,19	11,05	11,28	9,11	8,93	9,93	9,13	9,37
1971	11,60	11,25	12,61	11,31	11,30	9,48	9,21	10,24	9,38	9,41
1972	10,81	10,33	11,73	10,55	10,33	8,79	8,39	9,49	8,69	8,53
1973	11,13	10,40	12,37	10,71	10,33	9,05	8,39	10,08	8,87	8,47
1974	12,67	12,05	13,94	12,74	12,82	10,43	9,89	11,51	10,65	10,75
1975	14,23	13,09	15,78	13,40	12,79	11,64	10,53	13,07	11,01	10,35
1976	12,85	11,86	14,44	12,46	11,83	10,49	9,60	11,80	10,34	9,69
1977	12,64	11,63	14,45	12,98	11,26	10,40	9,45	11,76	10,24	9,98
1978	14,00	13,07	15,60	13,82	13,15	11,39	10,55	12,71	11,37	10,59
1979	15,23	12,93	17,08	14,92	13,75	14,96	13,85	17,06	14,21	13,41
1980	16,30	14,95	18,72	15,50	14,59	16,14	14,71	18,72	15,24	14,26

(a) Desde octubre de 1976 hasta diciembre de 1977 la serie recogida es la que corresponde a los inversores sujetos a IRPF según el art. 16, 2 y 3 del RDL 18/1976, de 8 de octubre (BOE de 11 de octubre de 1976).

(b) No incluye emisiones de la CTNE.

ingresos por trabajo y sobre rentas del capital. Como consecuencia del cambio fiscal, se hizo necesaria una revisión del actual procedimiento de cálculo del rendimiento interno, toda vez que venía trabajándose con los cupones líquidos, concepto que debía someterse a revisión al desaparecer los impuestos a cuenta. Los resultados obtenidos figuran en el Cuadro 1 (1).

La reforma de la imposición personal puesta en vigor el 1 de enero de 1979 no ha supuesto una alteración importante del tratamiento fiscal de las rentas del capital, y, en concreto, de las procedentes de la inversión en obligaciones, aunque no ha afectado por igual a todas las categorías de inversores. Frente a este hecho, se observa una alteración fuerte de los cupones líquidos, tal como venían siendo definidos —los cupones nominales menos las retenciones—, en las emisiones que no disfrutaban de exención o de bonificación en el Impuesto sobre Rentas del Capital (IRC). Esto era debido a que con la reforma fiscal el tipo de retención pasó del 24 al 15 % para las obligaciones privadas. Como consecuencia, en la mayoría de los casos, se producía una modificación acusada del rendimiento interno en respuesta a una modificación sin importancia en el trata-

miento fiscal. A este hecho vino a añadirse que ahora, con más razón que antes, no podía fragmentarse artificialmente la incidencia fiscal y tomar en cuenta exclusivamente una parte —las retenciones— para llegar a unos rendimientos netos de impuestos. Trabajar, pues, con cupones netos exigiría depurar los cupones de la incidencia total de los impuestos sobre la renta de las personas físicas o de las sociedades, según la naturaleza del inversor, y, dado el grado de personalización de los tributos citados, la consecuencia sería que a cada cupón nominal correspondería una multiplicidad de cupones netos de impuestos según quién fuera su percceptor, y, por consiguiente, sería imposible calcular un rendimiento interno válido con un mínimo de generalidad.

Así, pues, se imponía utilizar unos cupones con los que obtener unas series de rendimiento que pudiesen ser interpretadas con facilidad, fuesen representativas para conjuntos amplios de inversores y permitiesen la comparación homogénea de los rendimientos obtenidos de la inversión en obligaciones con los de otras inversiones alternativas.

Estos objetivos se consiguen utilizando los cupones brutos y definiendo éstos adecuadamente. Aquí se llaman cupones brutos a aquellos que resultan de aplicar a los nominales el ciclo completo de retención y recuperación de la misma por deducción, en su caso, en la cuota del impuesto personal. Con ello no se eliminan

(1) Este Cuadro es el que con el número VII-13 se publica, a partir del número de marzo de 1981, en el Boletín Estadístico. Una serie histórica del mismo figura en el Cuadro 5 de este artículo.

por completo las diferencias de origen fiscal, pues los cupones brutos así definidos siguen siendo función del tratamiento fiscal de los inversores y del tratamiento fiscal de las distintas emisiones; pero el número de alternativas queda reducido a muy pocos casos. En el apartado siguiente se abordarán las consecuencias del diferente trato fiscal por inversores, examinando antes las derivadas de la variedad de tratamientos fiscales a que están sometidas unas y otras emisiones.

A los efectos que nos interesan, la diversidad de trato fiscal de las emisiones puede reducirse a dos casos: el de las emisiones sometidas al régimen general y el de las que disfrutaban, o disfrutaban con anterioridad a enero de 1979, de bonificación o exención en el impuesto de renta de capital (IRC en lo sucesivo). Los cupones de las primeras están y estaban sometidos a la retención prevista en las leyes (1) por su cuantía íntegra. Los cupones de las segundas o no eran, ni son actualmente, objeto de retención alguna, si estaban exentos del IRC, o la cuantía de la retención quedaba reducida por efecto de la bonificación. Posteriormente, al efectuar la declaración-liquidación del impuesto sobre la renta, se deducen de la cuota del mismo las retenciones practicadas en el caso de las sometidas al régimen general o, en el caso de las exentas o bonificadas, las íntegras que deberían haberse practicado según las normas del IRC si no hubiesen disfrutado de exención o bonificación. Y esto, incluso después del 1 de enero de 1979, según disponen los artículos 12 y 14 del R.D. 357/1979, de 20 de febrero.

Así, pues, para homogeneizar, desde el punto de vista del inversor, los ingresos procedentes de una u otra categoría de emisiones, se ha optado por considerar como cupón bruto el resultado de restar al cupón nominal la retención y sumarle la deducción que por tal concepto se practica en la cuota del impuesto personal (2). De esta manera, se atribuye a los intereses de obligaciones un tratamiento similar al de las rentas no sujetas a retención.

Decidido el cálculo del rendimiento interno sobre la base de los cupones brutos, inmediatamente se plan-

tean, entre otras, las cuestiones siguientes: ¿Para qué conjunto de inversores serán representativos los rendimientos así obtenidos? ¿Desde qué año pueden conseguirse unas series homogéneas? ¿Qué variable viene representada por las nuevas series?

En relación a la primera y segunda cuestiones, la respuesta viene dada por el tratamiento fiscal de los distintos inversores y su exposición da contenido al apartado 2. La rentabilidad de la inversión representada por las nuevas series será válida para todos los inversores que reciban un trato fiscal equiparable. La respuesta a la tercera pregunta —qué variable viene representada por las nuevas series— es, en parte, el objeto del apartado 3.

2. Los grupos de inversores con trato fiscal equiparable

Como se ha indicado más arriba, desde el 1 de enero de 1966 hasta el presente, el tratamiento fiscal de las rentas del capital es básicamente el mismo, por más que el 1 de enero de 1979 entrase en vigor una reforma que suprimió la totalidad de los impuestos a cuenta. De hecho, la ley 41/1964, de 11 de junio, concebía la tributación directa sobre la renta como un todo integrado que se aplicaba en dos tiempos; primeramente, mediante los impuestos a cuenta y, en segundo lugar, mediante los impuestos personales (1). La similitud de la situación antes y después del 1 de enero de 1979 es todavía mayor en el tratamiento de las rentas provenientes de valores, ya que el R.D. 357/1979 dispuso que, durante el período transitorio, la retención a cuenta y la liquidación de estas rentas en los impuestos sobre la renta de personas físicas y de sociedades se realizase conforme a las normas del IRC.

Ahora bien, esta homogeneidad fiscal básica a lo largo del período no impide que el trato fiscal sea diferente para los distintos grupos de inversores. De ahí que sea necesario adecuar el cálculo del rendimiento interno a la peculiaridad fiscal de cada grupo, de modo que el resultado sea válido para los inversores incluidos en el mismo.

(1) Antes del 1 de enero de 1979, la Ley 41/1964, de 11 de junio, de Reforma del Sistema Tributario, y el D. 3357/1967, de 23 de diciembre que aprueba el texto refundido, que regulaban el impuesto sobre las rentas del capital, y, después de aquella fecha, las Leyes 44/1978, de 8 de septiembre, y 61/1978, de 27 de diciembre, que regulan los impuestos sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y de las sociedades (IS) respectivamente.

(2) Obsérvese que no se realiza ninguna actualización del valor de la deducción que en su momento se va a practicar en la cuota de los impuestos sobre la renta.

(1) Esto queda explícitamente reconocido en el artículo 110, dos, cuando dice: «El impuesto general sobre la renta de las personas físicas se exigirá: a) mediante los impuestos a cuenta a que se refiere el artículo segundo de esta ley que, en tanto subsistan, tendrán carácter de exención previa o única y definitiva en cuanto no prevalezca la que se indica en el apartado siguiente; y b) mediante la aplicación de la escala a que se refiere el artículo 114, de cuyo resultado se deducirán los impuestos a cuenta».

2. Cupones de las obligaciones antes y después de la reforma fiscal de 1 - I - 79

Para inversores sujetos, en régimen general, al I.R.P.F. o al I.S.

		Cupón bruto		Cupón líquido		Cupón nominal	Interés nominal	Exención bonificación %
		Antes de 1-I-79	Después de 1-I-79	Antes de 1-I-79	Después de 1-I-79			
Electra Madrid	1957	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Electra Viesgo	1956	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Hidrocantábrico	1954	32,90	32,90	25,00	27,96	32,90	6,579	-
Eléctricas Leonesas	1954	32,50	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	-
Salto Sil	1955	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Hidrola	1958	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Sevillana Electricidad	1956	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
U. E. Madrileña	1954	33,50	33,50	25,46	28,46	33,50	6,700	-
Iberduero	1958	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Sevillana de Electricidad	1964	37,29	37,29	30,00	30,00	30,36	6,072	95
Fenosa	1964	37,29	37,29	30,00	30,00	30,36	6,073	95
Iberduero	1966	37,29	37,29	30,00	30,00	30,36	6,073	95
Salto Sil	1966	38,84	38,84	31,25	31,25	31,63	6,326	95
F. E. Cataluña	1966	38,84	38,84	31,25	31,25	31,63	6,326	95
Nuclenor	1968	38,84	38,84	31,25	31,25	31,63	6,326	95
Azucarera España	1963	32,63	32,63	26,25	26,25	26,57	5,314	95 (a)
Cervezas Santander	1964	41,12	41,12	31,25	34,95	41,12	8,224	-
Energía Industrias Aragonesas	1954	32,50	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	-
Ibérica Nitrógeno	1956	32,90	32,90	25,00	27,96	32,90	6,579	-
Unión Española Explosivos	1955	32,50	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	-
Dow Unquinesa	1955	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Duro Felguera	1953	32,50	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	-
Altos Hornos Serie C	1956	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Material y Construcciones	1955	33,75	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	-
Nueva Montaña Quijano	1955	34,75	34,75	26,41	29,54	34,75	6,950	-
Material y Construcciones	1963	38,84	38,84	31,25	31,25	31,63	6,325	95 (b)
Compañía Telefónica	1963	35,31	-	28,41	-	28,75	5,750	95
Compañía Telefónica	1966	176,53	176,53	142,03	142,03	143,75	5,750	95
Altos Hornos Serie A	1963	38,84	38,84	31,25	31,25	31,63	6,325	95

(a) El 1 de febrero se pagan 10 pesetas netas a las que corresponden 12,43 pesetas en términos brutos.

(b) Con los cupones se pagan 3,42 pesetas netas a las que corresponden 4,25 pesetas en términos brutos.

A estos efectos, se ha creído necesario distinguir tres agrupaciones de inversores, aunque igualmente se podrían haber contemplado algunos casos particulares más. Estas agrupaciones han sido: en primer lugar, el conjunto de inversores sujetos, en régimen general, al IRPF o al IS; en segundo lugar, las sociedades de seguros, de ahorro, de capitalización y entidades de crédito; y, en tercer lugar, el conjunto de inversores no obligados a declarar en el IRPF o exentos en el IS.

A continuación se examinan las particularidades del cálculo para cada uno de ellos y la regulación en que se sustentan.

2.1. El caso de los inversores sujetos, en régimen general, al IRPF o al IS

Este es el supuesto que agrupa potencialmente a mayor número de inversores, aunque, por las caracte-

ísticas institucionales del mercado de valores, ciertamente representen en su conjunto una parte minoritaria de la inversión en obligaciones, ya que excluye a las sociedades de seguros, de ahorro y capitalización y a las entidades de crédito.

A partir de 1 de enero de 1966, las rentas del capital reciben un trato sustancialmente igual, ya sean sujetos pasivos del IRPF o del IS quienes las perciban (1). El IRC, en efecto, no establecía ninguna discriminación por la condición de sujeto pasivo (2), y su articulación con los impuestos personales era idéntica. En ambos

(1) Únicamente varía el plazo para la declaración-autoliquidación en el IRPF y en el IS, pero como no se actualizan las deducciones (ver nota pág. 32), tal diferencia carece de efecto.

(2) Art. 12 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre las Rentas del Capital. Decreto 3357/1967, de 23 de diciembre.

3. Cupones brutos de las obligaciones para los años 1976 y 1977 (a)

Para inversores sujetos, en régimen general, al IRPF

		Cupón bruto	Cupón líquido	Cupón nominal	Interés nominal	Exención o bonificación fiscal %
Sevillana Electricidad	1964	30,36	30	30,36	6,072	95
Fenosa	1964	30,36	30	30,36	6,073	95
Iberduero	1966	30,36	30	30,36	6,073	95
Salto Sil	1966	31,63	31,25	31,63	6,326	95
F. E. Cataluña	1966	31,63	31,25	31,63	6,326	95
Nuclenor	1968	31,63	31,25	31,63	6,326	95
Azucarera España	1963	26,57	26,25	26,57	5,314	95 (b)
Material y Construcciones	1963	31,63	31,25	31,63	6,326	95 (c)
Compañía Telefónica	1963	28,75	28,41	28,75	5,750	95
Compañía Telefónica	1966	143,75	142,03	143,75	5,750	95
Altos Hornos Serie A	1963	31,63	31,25	31,63	6,325	95

- (a) Según lo dispuesto en el art. 16, 2 y 3 RDL 18/1976, de 8 de octubre, publicado en el BOE de 11 de octubre de 1976, para entrar en vigor al día siguiente. En consecuencia, los precios sólo pueden haberse ajustado a partir de esa fecha. A efectos prácticos sólo puede aplicarse para calcular los rendimientos internos del último trimestre de 1976 y de todo el año 1977. Únicamente afecta a las que disfrutan de exención o bonificación.
- (b) El 1 de febrero se pagan 10 pesetas netas a las que corresponden 10,12 pesetas en términos brutos.
- (c) Con los cupones se pagan 3,42 pesetas netas a las que corresponden 3,46 pesetas en términos brutos.

casos, se deducían de la cuota del impuesto personal las cantidades pagadas por el impuesto a cuenta o, en los casos de bonificación o exención, no las pagadas efectivamente, sino las que hubieran debido pagarse, de no existir éstas. Tal situación no sufrió alteración fundamental a partir de 1 de enero de 1979, salvo por desaparición de la cuota mínima.

En el Cuadro 2 figuran para los inversores objeto de este epígrafe los cupones brutos, tal como acaban de ser definidos, los líquidos y los nominales. Se aprecia que la variación fiscal puesta en vigor en 1 de enero de 1979 introdujo una elevación en el valor de los cupones líquidos (nominales menos retención) cuando se trata de emisiones sin bonificación ni exención, pero no alteró, en absoluto, el de los cupones brutos en ningún caso.

Existe una excepción temporal, ya que, para los ejercicios de 1976 y 1977, los sujetos pasivos del IRPF sólo podían deducir de la cuota la retención efectivamente practicada (1). En consecuencia, para los sujetos pasivos del IRPF, los cupones brutos para las emisiones

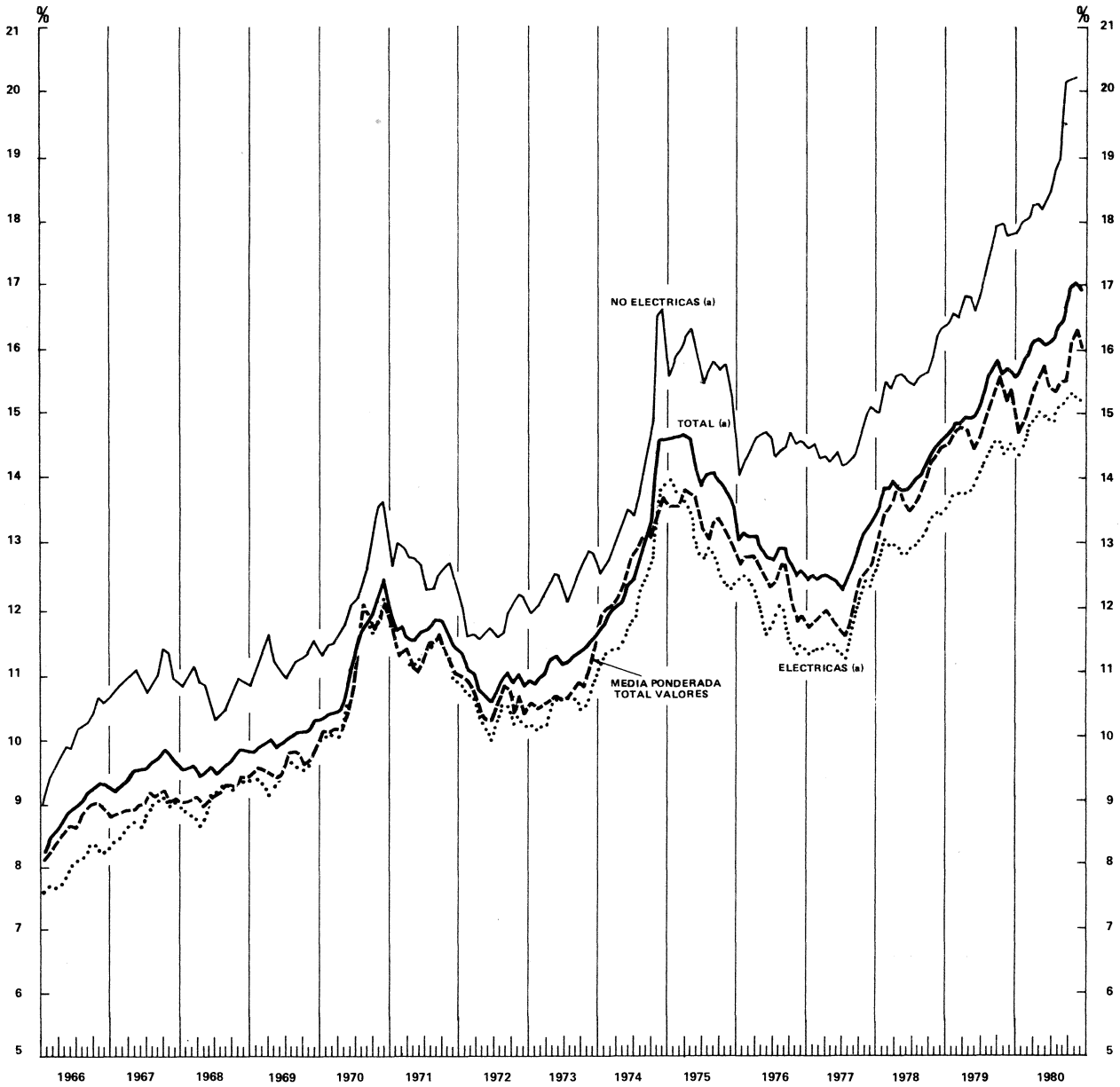
(1) El artículo 16, 2 y 3 del RDL 18/1976, de 8 de octubre, dice que para las rentas correspondientes a 1976 y 1977 no se deducirán de la cuota del IRPF «las cuotas de los impuestos a cuentas exentas, desgravadas, bonificadas o que correspondan a reducciones de la base imponible», salvo alguna excepción que no afecta al IRC. Ahora bien, esta norma se publicó en el BOE del 11 de octubre, de manera que hasta esa fecha los inversores no pudieron reaccionar a la misma.

exentas o bonificadas difieren de los del Cuadro 2 para los dos años citados y su serie de rendimiento interno entre octubre de 1976 y diciembre de 1977, ambos incluidos, ha de elaborarse a partir de los cupones contenidos en el cuadro 3 para los que gozan de alguna de esas ventajas.

Así, pues, las series de rendimiento interno que figuran en las columnas 1 a 5 del Cuadro 1, obtenidas a partir de los cupones brutos tal como se acaban de definir, representan las que pueden obtener inversores sujetos al IRPF o al IS, que no sean sociedades de seguros y ahorro o entidades de crédito y cuya obligación de contribuir por el impuesto personal les permite deducir de la cuota, sin transformarla en negativa, la totalidad de los ingresos de su inversión en obligaciones. Esta última condición es necesaria para mantener la homogeneidad de trato fiscal antes y después de la reforma fiscal de 1 de enero de 1979. Antes de esa fecha, en efecto, los impuestos a cuenta tenían la condición de mínimos, mientras que, después de la misma, desaparecen aquellos. Ahora bien, incluso después de 1 de enero de 1979 sería necesario mantener la condición respecto al volumen de la cuota, porque, mientras las retenciones efectivamente pagadas son objeto de devolución por la Administración cuando la cuota neta resultante es negativa, parece que no es éste el caso cuando las retenciones no se han practicado por exención o bonificación.

El gráfico 1 refleja la evolución del rendimiento in-

1. Rendimiento interno de obligaciones
Inversores en régimen general en el IRPF y en el IS
 Vencimiento medio igual o superior a 84 meses



(a). Media simple.

terno de las obligaciones para los inversores a los que se ha destinado este epígrafe.

2.2. El caso de las entidades de crédito, aseguradoras y capitalizadoras

Las sociedades de seguros, de ahorro y entidades de crédito de todas clases tienen un régimen especial de deducción de las retenciones en la cuota del impuesto de sociedades, y, consiguientemente, las series de rendimiento obtenidas por aplicación del procedimiento general no son válidas para estas instituciones.

Es un hecho conocido, por otra parte, que estas entidades representan, con gran diferencia, la parte más

sustancial de la demanda en el mercado de obligaciones, tanto primario como secundario. Así, pues, resulta necesario disponer de unas series de rendimiento interno elaboradas a partir de la normativa aplicable a estas entidades en materia de retenciones.

A diferencia de lo que sucede en el régimen general, en el que, por más que la normativa jurídica haya cambiado considerablemente, la realidad económica no se ha modificado con la entrada en vigor, el 1 de enero de 1979, de la nueva legislación de los impuestos sobre la renta, para las entidades a las que se refiere este apartado el cambio legal ha supuesto un cambio real que ha aproximado el tratamiento de las retenciones practicadas sobre ingresos de las mismas al general (ver gráfico 3).

4. Cupones de las obligaciones antes y después de la reforma fiscal de 1 - I - 79

Para inversores que son Cías. de seguros, de capitalización, de ahorro o entidades de crédito (a)

		Cupón bruto (b)		Cupón líquido		Cupón nominal	Interés nominal	Exención o bonificación %
		Antes del 1-I-79	Después del 1-I-79	Antes del 1-I-79	Después del 1-I-79			
Electra Madrid	1957	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Electra Viesgo	1956	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Hidrocantábrico	1954	25,00	32,90	25,00	27,96	32,90	6,579	—
Eléctricas Leonesas	1954	24,70	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	—
Salto Sil	1955	25,65	32,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Hidroala	1958	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Sevillana Electricidad	1956	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
U. E. Madrileña	1954	25,46	33,50	25,46	28,46	33,50	6,700	—
Iberduero	1958	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Sevillana Electricidad	1964	30,00	30,36	30,00	30,00	30,36	6,072	95
Fenosa	1964	30,00	30,36	30,00	30,00	30,36	6,073	95
Iberduero	1966	30,00	30,36	30,00	30,00	30,36	6,073	95
Salto Sil	1966	31,25	31,63	31,25	31,25	31,63	6,326	95
F. E. Cataluña	1966	31,25	31,63	31,25	31,25	31,63	6,326	95
Nuclenor	1968	31,25	31,63	31,25	31,25	31,63	6,326	95
Azucarera Española	1963	26,25	26,57	26,25	26,25	26,57	5,314	95 (c)
Cervezas Santander	1964	31,25	41,42	31,25	34,95	41,12	8,224	—
Energía Industrias Aragonesas	1954	24,70	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	—
Ibérica Nitrógeno	1956	25,00	32,90	25,00	27,96	32,90	6,579	—
Unión Española Explosivos	1955	24,70	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	—
Dow Urquinesa	1955	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Duro Felguera	1953	24,70	32,50	24,70	27,63	32,50	6,500	—
Altos Hornos Serie C	1956	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Materiales y Construcciones	1955	25,65	33,75	25,65	28,69	33,75	6,750	—
Nueva Montaña Quijano	1955	26,41	34,75	26,41	29,54	34,75	6,950	—
Materiales y Construcciones	1963	31,25	31,63	31,25	31,25	31,63	6,325	95
Compañía Telefónica	1963	28,41	—	28,41	—	28,75	5,750	95
Compañía Telefónica	1966	142,03	143,75	142,03	142,03	143,75	5,750	95
Altos Hornos, Serie A	1963	31,25	31,63	31,25	31,25	31,63	6,325	95 (d)

- (a) Disposición Transitoria Tercera de la Ley 61/1978, de 27 de diciembre y art. 59 del D. 3359/1967, de 23 de diciembre.
- (b) Se define el cupón bruto como el importe del cupón una vez completado el ciclo del IRC; o sea, una vez practicada la retención y la deducción de la misma si procedía en el I.S. Como los valores de la cartera de estas entidades estaban sujetos al I.R.C., pero su cuota no se deducía de la I.S., los cupones brutos y líquidos coincidían con anterioridad al 1 de enero de 1979.
- (c) El 1 de febrero se pagan 10 pesetas netas a las que corresponden 10 pesetas en términos brutos antes del 1 de enero de 1979 y 10,12 pesetas después de esa fecha.
- (d) Con los cupones se pagan 3,42 pesetas netas a las que corresponden 3,42 pesetas en términos brutos antes del 1 de enero de 1979 y 3,46 pesetas después de esa fecha.

A partir del 1 de enero de 1979, se ha establecido que: «el sujeto pasivo receptor del rendimiento deducirá de la cuota la cantidad que se hubiere retenido de no existir bonificación. No obstante, las Sociedades de seguros, de ahorros y Entidades de crédito de todas clases deducirán de su cuota únicamente la cantidad efectivamente retenida» (1). Con anterioridad al 1 de enero de 1979, se hallaba establecido que no tendrían la consideración de Impuestos a cuenta las cuotas del Impuesto sobre las Rentas del Capital correspondientes a los rendimientos de los valores que constituyen las carteras de las Sociedades de Seguros, de Reaseguros, de Ahorro y Capitalización, Bancos, Cajas de Ahorros y Entidades de Crédito de todas clases y, en consecuencia, esas cuotas no podían deducirse de la cuota del Impuesto sobre la renta de sociedades (2).

El Cuadro 4 recoge los cupones brutos para estas entidades, antes y después del 1 de enero de 1979. Las series de rendimiento interno obtenidas con los mismos figuran en el Cuadro 1, columnas 6 a 10, y su representación en el gráfico 2.

2.3. En el caso de los inversores no obligados a declarar por el impuesto sobre la renta

Los inversores que no tienen obligación de hacer declaración en el impuesto sobre la renta también han experimentado una variación sustancial en el tratamiento fiscal de las rentas del capital con la entrada en vigor de las leyes 44 y 61 de 1978, el 1 de enero de 1979.

Con anterioridad a esta fecha, los impuestos a cuenta tenían la consideración de mínimos. De manera que, no teniendo posibilidad de deducir de la cuota del impuesto personal las retenciones que sobre las rentas del capital —en este caso, de los intereses de las obligaciones— les hubiesen sido practicadas, los cupones relevantes para estos inversores eran los líquidos, es decir, los mismos que para las sociedades de seguros, ahorro, capitalización y entidades de crédito.

Con posterioridad al 1 de enero de 1979, la situación de estos inversores es menos diáfana, ya que la legislación se presta a diversas interpretaciones, al menos, en dos aspectos: la posibilidad de recuperar las retencio-

nes y los límites de devolución de las mismas por parte de la Administración. Respecto a la posibilidad de recuperar las retenciones, parece haber acuerdo en que únicamente puede suceder si previamente se hace la correspondiente declaración-liquidación, aun cuando la normativa del impuesto eximiera de realizarla. En cuanto al segundo punto —los límites a la devolución de retenciones por parte de la Administración—, también se presta a discusión si la deducción se extiende al exceso que sobre la cuota del impuesto representa la totalidad de las deducciones por retenciones, tanto practicadas como no practicadas, por exención o bonificación de los rendimientos correspondientes, o solamente al exceso representado por las deducciones correspondientes a retenciones efectivamente practicadas (1).

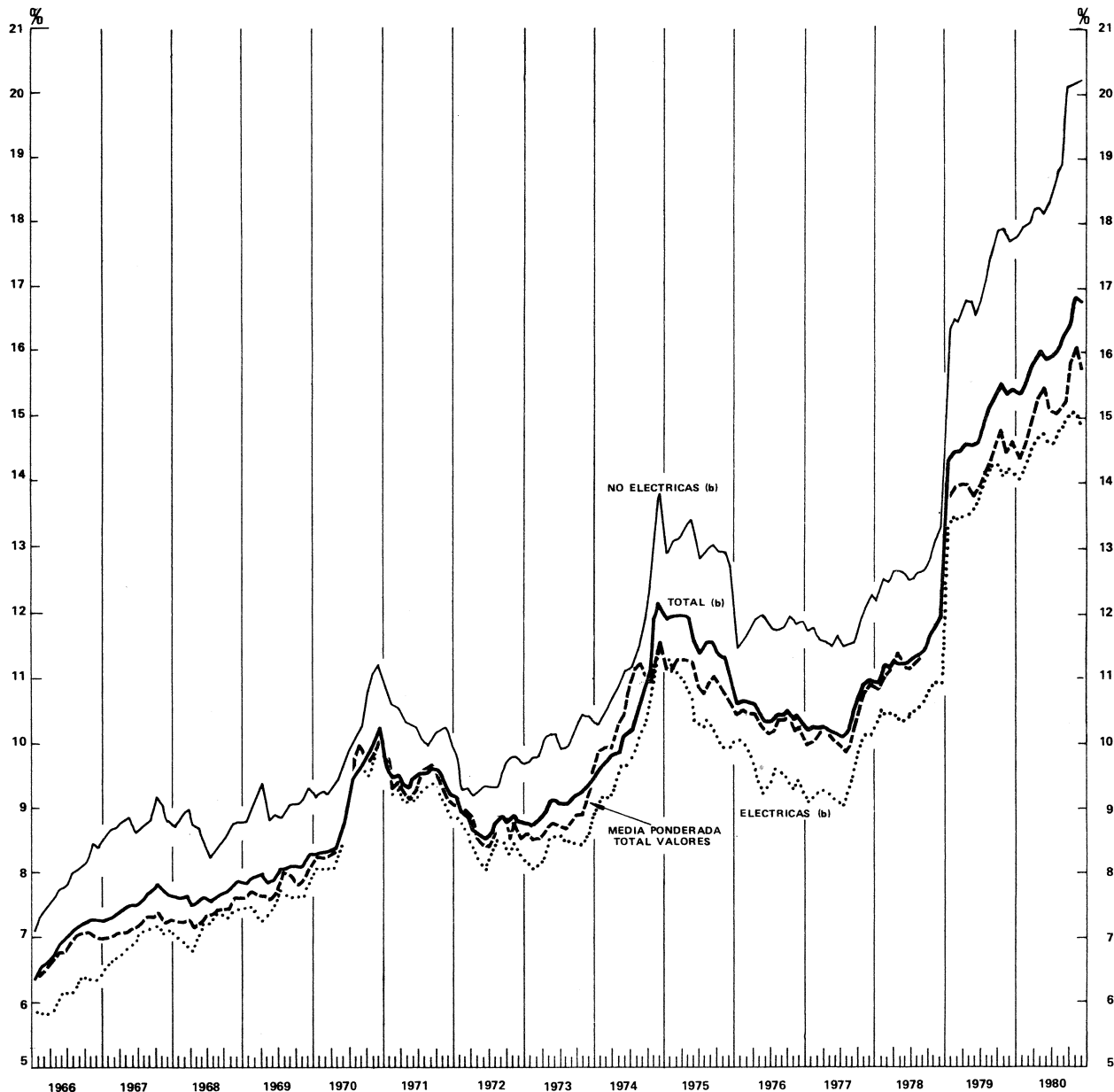
El rendimiento para estos inversores viene representado por la misma serie que el de las sociedades de seguros, ahorro, capitalización y crédito. Antes de 1 de enero de 1979, porque siendo los impuestos a cuenta imposición mínima y sin encaje en el impuesto sobre la renta, al no tener que declarar por el mismo, se encuentran en una situación similar a la de las sociedades citadas. Claro es que, para los inversores a los que aquí se está haciendo referencia, la imposición a cuenta es, a la vez, mínima y única. Después de 1 de enero de 1979, porque, en el supuesto de que los inversores no obligados a declarar por el impuesto sobre la renta hiciesen voluntariamente la declaración, la cuota resultante presumiblemente sería insuficiente para deducir las retenciones a cuenta sobre rentas de capital. En consecuencia, estas retenciones habrían de traducirse en devoluciones de la Administración y, como se ha expuesto antes, éstas sólo se producen sobre retenciones efectivamente practicadas. Es decir, que de hecho estarían en una situación equivalente a la de las sociedades de seguro y crédito. Claro es que a esta situación tienden todos los obligados a pagar impuestos sobre la renta cuya cuota se convierte en negativa al deducir las retenciones conforme a lo dispuesto en el R.D. 357/1979. Es por esta razón por lo que entre las condiciones que deben reunir los inversores cuyo rendimiento viene representado por las series del Cuadro 1 se cuenta el

(1) Disposición transitoria tercera de la Ley del Impuesto sobre la renta de sociedades. Lo mismo queda recogido en el artículo 14.2 del R.D. 357/1979, de 20 de febrero.

(2) Artículo 59 del texto refundido de la Ley del Impuesto General sobre la renta de sociedades y demás entidades jurídicas, en relación con los artículos 57 y 58.

(1) La letra de los artículos 36.3 y 24.5 de las leyes 44 y 61 de 1978 respectivamente parecen abonar la interpretación más restrictiva. En particular, la primera norma citada, cuando establece que «la Administración procederá a devolver de oficio, en el plazo de treinta días, el exceso ingresado sobre la cuota que corresponde». En realidad, sucede que el articulado de las leyes citadas no contempla la situación provisional que se deriva de la Disposición transitoria tercera de la ley 61/1978, y, posteriormente, el R.D.L. 357/1979 que regula las retenciones en el régimen transitorio, no es suficientemente explícito.

2. Rendimiento interno de obligaciones
Entidades financieras (a)
 Vencimiento medio igual o superior a 84 meses



(a). Compañías de Seguros, de Capitalización y Ahorro, y Entidades de Crédito.
 (b). Media simple.

que su cuota en el impuesto sobre la renta no resulte negativa por la deducción de las retenciones a cuenta, tanto practicadas como no practicadas, por exención o bonificación.

En el supuesto especial de inversores exentos, condición circunscrita exclusivamente al impuesto de sociedades, se añade un punto de duda adicional a partir de 1 de enero de 1979. Este es si existe una vía para la recuperación de las retenciones, ya que las rentas del capital percibidas por estos inversores parece que están sujetas a retención (1). Si no existiese esa vía, resultaría que no estarían exentos por completo del IS, y, además, el rendimiento interno representativo para ellos debería obtenerse a partir de cupones líquidos también después del 1 de enero de 1979. Si existiese esa vía, dependiendo de cómo funcionase, habría que calcular el rendimiento interno de una forma u otra. En resumen, que para estos sujetos pasivos exentos en el IS la serie de rendimiento interno representativa hasta 1979, al igual que para los inversores no obligados a declarar en el IRPF, es la misma que para los aseguradores y entidades de crédito y, a partir de 1 de enero de 1979, seguirá siendo la misma si pueden recuperar las cantidades que les han sido efectivamente retenidas.

3. Las nuevas series de rendimiento interno: resultados

En el apartado 1 quedó pendiente la respuesta a la pregunta de qué variable venía representada por las nuevas series. Ciertamente, hay muchas formas de medir el rendimiento de una inversión, y todas serían válidas, si estuvieran claramente especificados los supuestos de cálculo, para informar acerca de la evolución de la misma. Pero, si se busca, además, que el resultado obtenido informe del rendimiento relativo de la inversión concreta respecto al de otras alternativas, es absolutamente imprescindible que todos estén calculados de forma homogénea, no sólo en cuanto al modo, sino también respecto a los supuestos circunstanciales. Entre estos adquiere una relevancia destacada el tratamiento fiscal que reciben las diversas rentas y el estadio de aplicación del mismo en que se consideren.

(1) El artículo 1 del R.D. 357/1979 establece que los retenedores «están obligados a retener e ingresar en el Tesoro, en concepto de pago a cuenta por el Impuesto sobre Sociedades, cuando satisfagan rendimientos del trabajo o del capital mobiliario, y siempre que el perceptor también sea sujeto pasivo de dicho impuesto». Así, pues, como la exención en el IS no parece privar de su condición de sujetos pasivos a los de dicho impuesto, hay que concluir que las rentas de capital que perciban estarán sujetas a retención.

En este sentido, y por lo que se refiere a la incidencia del sistema fiscal, parece claro que únicamente se puede llegar a una eliminación total de las distorsiones que introduce en la comparación de rendimientos, si se toman éstos en su definición más rigurosa de netos; es decir, una vez que se les ha aplicado la totalidad de los gravámenes que han incidido efectivamente sobre los mismos. Ahora bien, esta posición extrema personalizaría de tal manera el rendimiento obtenido, que casi habría que calcular uno para cada inversor.

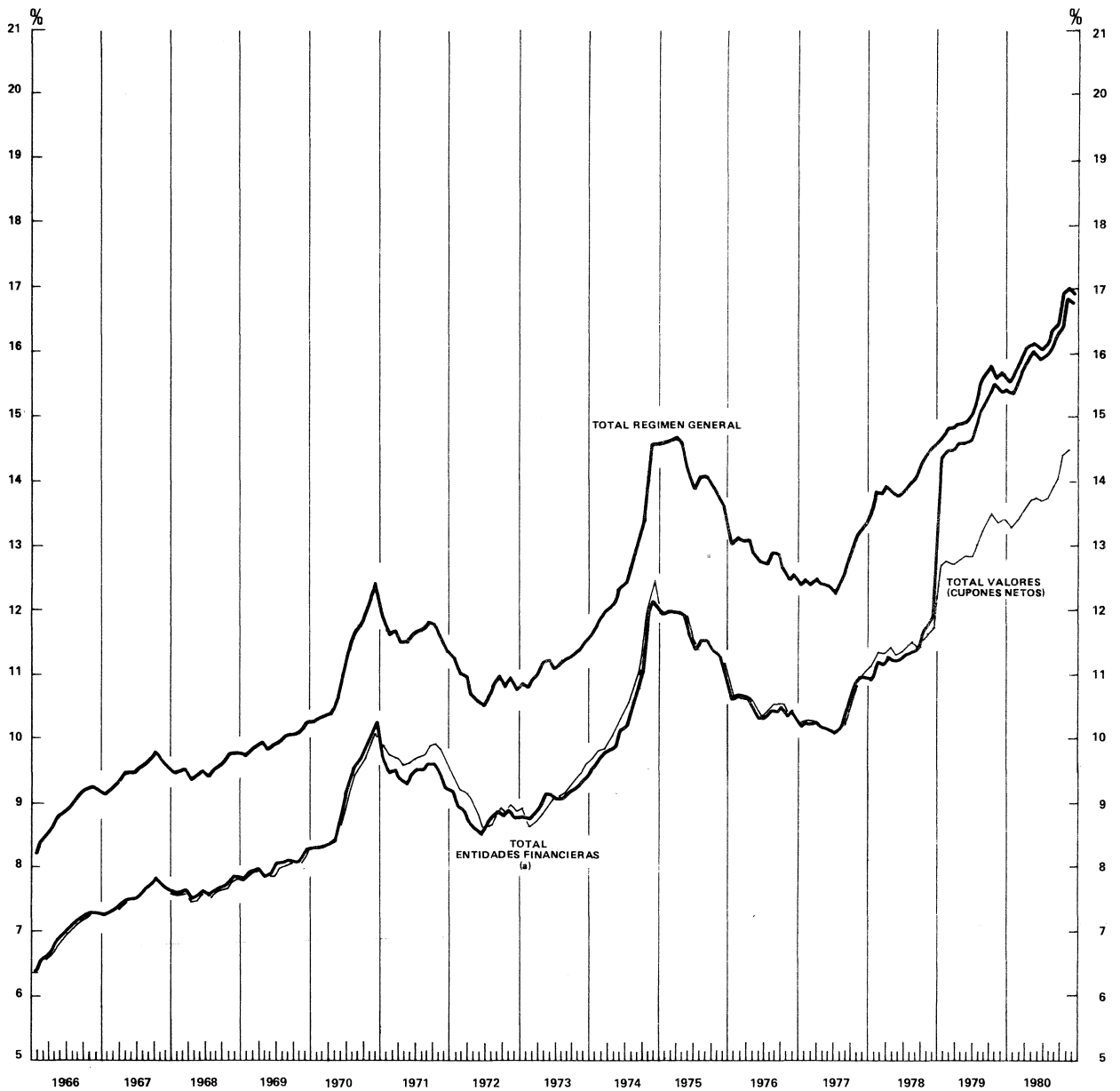
No existe este problema de personalización a nivel de rendimiento nominal, ya que el cupón nominal es el mismo, quienquiera que sea el inversor. Ahora bien, el sistema fiscal impide hacer directamente la comparación homogénea en términos de rendimientos nominales, porque la regulación de las retenciones introduce, a veces, alejamientos importantes entre rendimientos nominales y efectivos. Así, pues, se ha decidido eliminar este efecto nocivo utilizando los cupones brutos elaborados como quedó expuesto en los apartados anteriores.

Conviene, sin embargo, llamar la atención sobre el hecho de que con el expediente de los cupones brutos no se pretende resolver completamente la incidencia fiscal sobre el rendimiento de las obligaciones. Queda sin abordar el efecto de la desgravación fiscal a la inversión en valores y, también, en el caso de sujetos del IS, la recuperación de la bonificación de hasta el 95 % en la cuota del impuesto correspondiente a determinadas emisiones. Cualquier intento de incorporar estos efectos obligaría a fragmentar las series de rendimiento distinguiendo entre sujetos pasivos del IRPF y del IS. Es más, la solución adoptada pretende colocar los rendimientos en una situación teóricamente homogénea y anterior a la incidencia de los impuestos personales, mientras que tener en cuenta la desgravación fiscal y las bonificaciones en las cuotas del IS supondría ya incluir la incidencia de los propios impuestos personales.

Se puede, pues, contestar a la pregunta con la que se abriría este apartado, diciendo que las series de rendimiento calculadas con estos cupones brutos son indicativas de la evolución del rendimiento de una inversión en valores en las condiciones especificadas anteriormente, de forma que son comparables a los tipos de interés nominales de otras inversiones en las que no hay pérdidas ni ganancias de capital en términos nominales, o a los rendimientos de otras inversiones no sujetos a retención a cuenta. Asimismo, sirven de indicador de la evolución del coste de financiarse en el mercado de capitales a largo plazo, ya que queda recogido lo que el mercado exige como retribución a la

3. Rendimiento interno de obligaciones (media simple)

Vencimiento medio igual o superior a 84 meses



(a). Compañías de Seguros, de Capitalización y Ahorro y Entidades de Crédito.

inversión, sea asumida directamente por el emisor a través del tipo de interés, sea por el Estado a través de deducciones fiscales. Ahora bien, puesto que para cada emisión o grupo de emisiones existen dos curvas diferentes, una que representa el rendimiento interno para inversores sujetos en régimen general al IRPF o al IS y otra que representa el rendimiento interno para sociedades aseguradoras, de ahorro y crédito, y, además, bastante separadas entre sí hasta el 1 de enero de 1979, es evidente que ninguna de ellas representa directamente el coste de financiación, sino que conjuntamente acotan la zona por donde éste se mueve.

El coste de financiación por obligaciones «grosso modo» vendrá situado entre las dos curvas señaladas anteriormente, más próximo de una o de otra, en función, por una parte, de la relación que, dentro de los compradores de obligaciones, guarden compañías financieras e inversores sujetos, en régimen general, al IRPF o al IS, y, por otra parte, de la medida en que uno u otro grupo de inversores determine la cotización bursátil.

Las series representadas en el gráfico 1 son las más significativas del conjunto que figura recogido en el Cuadro 5 para inversores sujetos, en régimen general, al IRPF o al IS. Dentro de una selección de valores reducida y variable, las emisiones de empresas eléctricas representan un conjunto más estable y relativamente más numeroso, al tiempo que con menor dispersión; por ello, la sustitución de unas emisiones por otras altera menos la media del grupo que lo que sucede en los otros grupos, a los que es difícil atribuir representatividad por la escasez de emisiones. Sucede, además, que las emisiones de eléctricas son también homogéneas en cuanto al riesgo, lo que explica la menor dispersión a la que se ha hecho referencia. Hay que añadir que en la muestra total las emisiones de empresas eléctricas van ganando peso con el transcurso de los años, por lo que quizás deban tomarse, como más representativas de la evolución de los tipos, o bien la media simple del total o bien cualquiera de las medias de las eléctricas, aunque en este último caso puede pensarse que se subestima el nivel del rendimiento medio del mercado. Para 1977 y los tres últimos meses de 1976, el gráfico 1 muestra el rendimiento para el inversor sujeto al impuesto sobre la renta de personas físicas. En virtud de la situación fiscal excepcional que quedó referida anteriormente, las curvas que representasen el rendimiento para el inversor sujeto al impuesto sobre la renta de sociedades discurrirían por un nivel más elevado.

En el gráfico 2 figuran las series de rendimiento interno más representativas para inversores que son so-

ciudades de seguros, de ahorro y capitalización y entidades de crédito y también, con las salvedades recogidas al final del epígrafe 2.3, para los inversores no obligados a declarar en el IRPF y los exentos en el IS. Aquí se observa un salto en la serie, correspondiente a la desaparición en 1 de enero de 1979 del IRC, que, como se indicó, no era para estos inversores institucionales un impuesto a cuenta del IS.

El resto de los comentarios sobre las series representadas en el gráfico 1 son válidos para las del gráfico 2, salvo los que explicaban la situación excepcional registrada en 1976 y 1977 para los sujetos pasivos del IRPF.

El gráfico 3 muestra la evolución del rendimiento interno para los dos conjuntos de inversores considerados a lo largo de este trabajo. En él se aprecia cómo a partir del 1 de enero de 1979 se ha producido una aproximación notable de ambas series, ya que, a esa fecha, sólo son diferentes para ambos conjuntos de inversores los rendimientos de emisiones con bonificación o exención en el IRC.

10-IV-1981.

5. Rendimiento interno de obligaciones

Valores con vida media superior a 7 años

%

	Inversores sujetos al régimen general del IRPF o el IS (a)					Seguros, ahorro y entidades de crédito e inversores exentos en IS o no obligados a declarar en IRPF				
	Media simple			Media ponderada		Media simple			Media ponderada	
	Total 1	Eléctricas 2	No eléctricas 3 (b)	Total 4	Eléctricas 5	Total 6	Eléctricas 7	No eléctricas 8 (b)	Total 9	Eléctricas 10
1966										
ENE	8,16	7,52	8,90	8,00	7,46	6,39	5,85	7,04	6,33	5,79
FEB	8,37	7,61	9,27	8,17	7,48	6,56	5,86	7,36	6,48	5,80
MAR	8,45	7,58	9,44	8,35	7,60	6,62	5,82	7,50	6,62	5,88
ABR	8,56	7,62	9,62	8,41	7,57	6,71	5,87	7,63	6,63	5,88
MAY	8,74	7,83	9,81	8,53	7,77	6,86	6,06	7,78	6,79	6,06
JUN	8,79	7,95	9,78	8,50	7,81	6,92	6,17	7,78	6,78	6,10
JUL	8,89	7,91	10,02	8,70	7,95	7,02	6,13	8,00	6,96	6,20
AGO	9,02	8,07	10,12	8,80	8,08	7,11	6,26	8,08	7,03	6,30
SEP	9,11	8,25	10,15	8,88	8,24	7,18	6,40	8,10	7,08	6,43
OCT	9,18	8,24	10,31	8,91	8,06	7,24	6,40	8,22	7,11	6,30
NOV	9,23	8,15	10,55	8,85	7,88	7,29	6,33	8,41	7,07	6,15
DIC	9,20	8,17	10,46	8,74	7,88	7,28	6,35	8,38	7,00	6,15
1967										
ENE	9,09	8,31	10,56	8,68	8,24	7,26	6,54	8,58	6,99	6,58
FEB	9,17	8,37	10,70	8,73	8,25	7,31	6,58	8,67	7,01	6,57
MAR	9,25	8,46	10,76	8,80	8,36	7,36	6,65	8,69	7,07	6,67
ABR	9,36	8,58	10,87	8,80	8,30	7,46	6,77	8,78	7,08	6,66
MAY	9,42	8,63	10,98	8,88	8,41	7,51	6,81	8,84	7,16	6,74
JUN	9,40	8,52	10,78	8,91	8,58	7,50	6,88	8,69	7,19	6,89
JUL	9,45	8,71	10,61	9,02	8,78	7,56	7,03	8,61	7,29	7,05
AGO	9,55	8,89	10,78	9,10	8,84	7,63	7,08	8,74	7,34	7,09
SEP	9,61	8,96	10,90	9,07	8,78	7,68	7,11	8,83	7,31	7,03
OCT	9,78	9,02	11,33	9,18	8,76	7,83	7,15	9,19	7,42	7,06
NOV	9,65	8,87	11,24	8,95	8,51	7,71	7,01	9,09	7,21	6,83
DIC	9,56	8,93	10,86	9,00	8,77	7,65	7,09	8,79	7,28	7,07
1968										
ENE	9,43	8,81	10,71	8,96	8,69	7,59	7,03	8,72	7,24	6,99
FEB	9,46	8,75	10,87	8,99	8,65	7,59	6,95	8,84	7,24	6,94
MAR	9,50	8,70	11,05	9,04	8,65	7,61	6,89	8,97	7,28	6,94
ABR	9,33	8,55	10,81	8,88	8,48	7,47	6,80	8,73	7,17	6,84
MAY	9,39	8,72	10,78	8,98	8,69	7,52	6,94	8,68	7,25	7,02
JUN	9,49	9,04	10,55	9,09	8,98	7,61	7,23	8,50	7,36	7,28
JUL	9,39	9,08	10,21	9,11	9,07	7,54	7,25	8,26	7,37	7,34
AGO	9,50	9,19	10,31	9,22	9,17	7,62	7,35	8,32	7,45	7,41
SEP	9,56	9,19	10,46	9,23	9,13	7,66	7,34	8,43	7,46	7,38
OCT	9,57	9,08	10,64	9,18	8,98	7,69	7,28	8,58	7,45	7,31
NOV	9,72	9,21	10,89	9,38	9,20	7,81	7,39	8,77	7,61	7,48
DIC	9,73	9,24	10,86	9,37	9,21	7,83	7,41	8,78	7,62	7,49
1969										
ENE	9,69	9,24	10,74	9,37	9,19	7,82	7,41	8,76	7,62	7,46
FEB	9,81	9,29	10,98	9,50	9,25	7,91	7,43	8,94	7,72	7,49
MAR	9,87	9,18	11,26	9,47	9,03	7,95	7,32	9,20	7,68	7,28
ABR	9,89	9,04	11,55	9,41	8,81	7,98	7,24	9,41	7,66	7,15
MAY	9,79	9,19	11,11	9,34	9,09	7,87	7,36	8,80	7,58	7,38
JUN	9,82	9,30	11,00	9,39	9,26	7,90	7,46	8,88	7,64	7,53
JUL	9,95	9,58	10,87	9,79	9,78	8,05	7,72	8,84	8,00	7,99
AGO	9,99	9,54	11,00	9,78	9,68	8,06	7,68	8,93	7,96	7,88
SEP	10,06	9,45	11,16	9,72	9,50	8,11	7,65	9,06	7,91	7,72
OCT	10,01	9,45	11,17	9,52	9,22	8,08	7,61	9,05	7,77	7,53
NOV	10,03	9,47	11,27	9,60	9,33	8,09	7,62	9,12	7,82	7,61
DIC	10,24	9,72	11,45	9,79	9,59	8,29	7,84	9,31	8,00	7,83

(a) Desde octubre de 1976 hasta diciembre de 1977 la serie recogida es la que corresponde a los inversores sujetos al IRPF según el art. 16, 2 y 3 del RDL 18/1976, de 8 de octubre (BOE de 11 de octubre de 1976).

(b) No incluye emisiones de la CTNE.

5. Rendimiento interno de obligaciones (continuación)

Valores con vida media superior a 7 años

%

	Inversores sujetos al régimen general del IRPF o el IS (a)					Seguros, ahorro y entidades de crédito e inversores exentos en IS o no obligados a declarar en IRPF				
	Media simple			Media ponderada		Media simple			Media ponderada	
	1 Total	2 Eléctricas	3 No eléctricas (b)	4 Total	5 Eléctricas	6 Total	7 Eléctricas	8 No eléctricas (b)	9 Total	10 Eléctricas
1970										
ENE	10,22	9,95	11,21	10,06	10,19	8,29	8,05	9,12	8,23	8,36
FEB	10,29	9,97	11,37	10,05	10,15	8,32	8,04	9,21	8,20	8,31
MAR	10,32	9,98	11,38	10,13	10,24	8,32	8,05	9,19	8,27	8,39
ABR	10,34	9,92	11,53	10,08	10,13	8,37	8,04	9,30	8,28	8,36
MAY	10,57	10,26	11,67	10,39	10,54	8,56	8,33	9,41	8,53	8,71
JUN	11,00	10,79	11,99	10,79	11,01	8,94	8,80	9,69	8,89	9,13
JUL	11,39	11,39	12,07	11,72	12,20	9,33	9,33	9,90	9,74	10,19
AGO	11,66	11,72	12,26	12,01	12,54	9,55	9,61	10,03	9,98	10,47
SEP	11,74	11,68	12,56	11,86	12,28	9,61	9,57	10,27	9,84	10,23
OCT	11,87	11,53	13,14	11,66	11,86	9,75	9,49	10,77	9,72	9,95
NOV	12,20	11,89	13,52	11,81	12,03	10,02	9,79	11,08	9,84	10,08
DIC	12,44	12,15	13,62	12,05	12,23	10,23	10,02	11,17	10,05	10,25
1971										
ENE	11,78	11,74	12,59	11,70	12,04	9,65	9,64	10,27	9,73	10,06
FEB	11,61	11,26	13,00	11,25	11,39	9,48	9,19	10,59	9,30	9,46
MAR	11,66	11,35	12,94	11,36	11,49	9,51	9,27	10,54	9,40	9,55
ABR	11,43	11,06	12,75	11,06	11,11	9,34	9,08	10,35	9,19	9,29
MAY	11,41	11,07	12,73	11,00	11,08	9,31	9,07	10,31	9,11	9,23
JUN	11,56	11,16	12,67	11,18	11,13	9,44	9,14	10,26	9,26	9,26
JUL	11,62	11,34	12,27	11,46	11,41	9,52	9,28	10,03	9,52	9,50
AGO	11,64	11,34	12,27	11,47	11,38	9,51	9,26	9,98	9,50	9,45
SEP	11,79	11,48	12,43	11,60	11,51	9,63	9,37	10,11	9,62	9,57
OCT	11,75	11,33	12,57	11,42	11,24	9,62	9,31	10,20	9,51	9,40
NOV	11,57	11,06	12,66	11,21	11,02	9,46	9,06	10,25	9,31	9,18
DIC	11,36	10,85	12,38	10,99	10,76	9,27	8,86	10,01	9,10	8,93
1972										
ENE	11,20	10,77	11,99	10,95	10,76	9,15	8,78	9,78	9,06	8,91
FEB	10,97	10,63	11,49	10,86	10,67	8,92	8,63	9,30	8,96	8,81
MAR	10,91	10,53	11,52	10,69	10,46	8,85	8,53	9,30	8,79	8,61
ABR	10,69	10,23	11,45	10,37	10,06	8,69	8,33	9,22	8,56	8,34
MAY	10,58	10,07	11,56	10,23	9,94	8,58	8,16	9,30	8,41	8,19
JUN	10,49	9,91	11,61	10,23	9,98	8,50	8,03	9,36	8,41	8,21
JUL	10,61	10,18	11,47	10,50	10,35	8,63	8,25	9,33	8,65	8,53
AGO	10,83	10,49	11,53	10,78	10,69	8,79	8,50	9,34	8,88	8,82
SEP	10,92	10,45	11,86	10,72	10,55	8,87	8,47	9,62	8,83	8,70
OCT	10,80	10,16	12,04	10,32	9,99	8,79	8,27	9,75	8,51	8,27
NOV	10,92	10,36	12,14	10,60	10,41	8,90	8,45	9,80	8,76	8,63
DIC	10,75	10,16	12,05	10,34	10,13	8,74	8,26	9,75	8,51	8,35
1973										
ENE	10,81	10,16	11,89	10,51	10,25	8,77	8,17	9,72	8,62	8,38
FEB	10,81	10,07	12,00	10,42	10,05	8,75	8,06	9,78	8,50	8,17
MAR	10,91	10,12	12,17	10,48	10,05	8,82	8,09	9,78	8,53	8,16
ABR	10,99	10,13	12,36	10,51	10,01	8,93	8,19	10,06	8,64	8,24
MAY	11,21	10,50	12,51	10,65	10,30	9,12	8,51	10,16	8,75	8,46
JUN	11,21	10,54	12,44	10,59	10,22	9,12	8,54	10,12	8,69	8,38
JUL	11,10	10,56	12,09	10,57	10,26	9,05	8,54	9,92	8,67	8,38
AGO	11,15	10,54	12,22	10,72	10,41	9,06	8,50	9,99	8,78	8,51
SEP	11,25	10,54	12,44	10,86	10,52	9,13	8,49	10,16	8,88	8,58
OCT	11,26	10,36	12,63	10,75	10,18	9,18	8,41	10,31	8,85	8,38
NOV	11,37	10,48	12,86	11,02	10,62	9,26	8,49	10,47	9,08	8,74
DIC	11,50	10,73	12,79	11,39	11,16	9,38	8,72	10,42	9,42	9,24

(a) Desde octubre de 1976 hasta diciembre de 1977 la serie recogida es la que corresponde a los inversores sujetos al IRPF según el art. 16, 2 y 3 del RDL 18/1976, de 8 de octubre (BOE de 11 de octubre de 1976).

(b) No incluye emisiones de la CTNE.

5. Rendimiento interno de obligaciones (continuación)

Valores con vida media superior a 7 años

%

	Inversores sujetos al régimen general del IRPF o el IS (a)					Seguros, ahorro y entidades de crédito e inversores exentos en IS o no obligados a declarar en IRPF				
	Media simple			Media ponderada		Media simple			Media ponderada	
	1 Total	2 Eléctricas	3 No eléctricas (b)	4 Total	5 Eléctricas	6 Total	7 Eléctricas	8 No eléctricas (b)	9 Total	10 Eléctricas
1974										
ENE	11,59	11,08	12,47	11,89	11,95	9,49	9,01	10,27	9,89	9,95
FEB	11,78	11,27	12,67	11,99	12,02	9,64	9,17	10,41	9,95	9,98
MAR	11,89	11,30	12,92	12,06	12,02	9,71	9,15	10,60	9,98	9,94
ABR	11,98	11,31	13,11	12,27	12,23	9,82	9,25	10,74	10,26	10,29
MAY	12,08	11,44	13,31	12,37	12,46	9,90	9,63	10,90	10,32	10,43
JUN	12,32	11,73	13,53	12,78	12,99	10,14	9,63	11,12	10,72	10,94
JUL	12,37	11,87	13,40	12,96	13,28	10,21	9,73	11,13	10,88	11,18
AGO	12,72	12,24	13,77	13,12	13,41	10,49	10,03	11,41	10,99	11,27
SEP	13,02	12,48	14,21	13,09	13,20	10,72	10,20	11,78	10,94	11,04
OCT	13,36	12,72	14,73	13,10	13,01	11,04	10,47	12,20	11,00	10,96
NOV	14,31	13,37	16,49	13,53	13,48	11,86	11,03	13,71	11,36	11,36
DIC	14,62	13,83	16,61	13,73	13,74	12,12	11,41	13,82	11,54	11,58
1975										
ENE	14,57	13,98	15,56	13,54	13,25	11,93	11,25	12,93	11,12	10,71
FEB	14,62	13,81	15,86	13,57	13,02	11,94	11,09	13,13	11,13	10,50
MAR	14,65	13,79	15,92	13,82	13,34	11,96	11,06	13,19	11,32	10,75
ABR	14,65	13,56	16,16	13,77	13,07	11,96	10,90	13,35	11,29	10,56
MAY	14,59	13,40	16,28	13,72	13,09	11,92	10,78	13,45	11,26	10,59
JUN	14,14	12,89	15,82	13,22	12,62	11,56	10,38	13,09	10,86	10,22
JUL	13,90	12,75	15,43	13,09	12,57	11,41	10,29	12,83	10,79	10,21
AGO	14,11	12,92	15,69	13,33	12,70	11,55	10,40	13,02	10,96	10,29
SEP	14,09	12,79	15,78	13,40	12,70	11,53	10,29	13,09	11,01	10,28
OCT	13,91	12,49	15,69	13,30	12,50	11,39	10,07	12,99	10,93	10,14
NOV	13,82	12,35	15,72	13,11	12,36	11,31	9,95	13,00	10,78	10,01
DIC	13,66	12,30	15,30	12,95	12,26	11,19	9,93	12,75	10,65	9,96
1976										
ENE	13,00	12,42	14,00	12,69	12,38	10,58	10,04	11,45	10,43	10,08
FEB	13,02	12,49	14,21	12,83	12,46	10,66	10,07	11,60	10,52	10,12
MAR	13,11	12,33	14,37	12,81	12,29	10,63	9,90	11,73	10,47	9,93
ABR	13,08	12,09	14,61	12,78	12,06	10,60	9,71	11,92	10,44	9,73
MAY	12,88	11,74	14,68	12,53	11,80	10,43	9,41	11,96	10,24	9,52
JUN	12,73	11,53	14,58	12,36	11,50	10,32	9,25	11,89	10,12	9,29
JUL	12,72	11,68	14,31	12,41	11,72	10,34	9,39	11,74	10,19	9,49
AGO	12,91	11,97	14,38	12,68	12,13	10,47	9,61	11,74	10,39	9,82
SEP	12,91	11,93	14,42	12,68	12,03	10,48	9,58	11,78	10,38	9,73
OCT	12,67	11,46	14,70	12,08	11,42	10,52	9,49	11,99	10,46	9,70
NOV	12,47	11,23	14,54	11,77	11,03	10,35	9,30	11,85	10,18	9,38
DIC	12,56	11,38	14,54	11,86	11,16	10,44	9,44	11,88	10,29	9,50
1977										
ENE	12,42	11,30	14,41	11,66	10,88	10,21	9,16	11,75	9,97	8,89
FEB	12,48	11,33	14,51	11,78	10,96	10,25	9,18	11,80	10,06	8,94
MAR	12,43	11,37	14,28	11,91	11,14	10,22	9,24	11,60	10,18	9,12
ABR	12,48	11,44	14,30	11,96	11,18	10,25	9,28	11,59	10,21	9,12
MAY	12,41	11,41	14,21	11,77	11,09	10,17	9,25	11,52	10,02	9,03
JUN	12,39	11,27	14,37	11,68	10,74	10,17	9,12	11,68	9,95	8,73
JUL	12,28	11,21	14,13	11,51	10,57	10,10	9,07	11,54	9,84	8,59
AGO	12,44	11,44	14,18	11,70	10,85	10,21	9,25	11,54	9,98	8,83
SEP	12,76	11,89	14,35	12,09	11,45	10,50	9,65	11,69	10,32	9,32
OCT	13,04	12,16	14,66	12,41	11,86	10,74	9,92	11,92	10,62	9,73
NOV	13,24	12,39	14,94	12,56	12,18	10,94	10,16	12,16	10,77	10,06
DIC	13,27	12,33	15,09	12,67	12,21	10,99	10,12	12,33	10,89	10,12

(a) Desde octubre de 1976 hasta diciembre de 1977 la serie recogida es la que corresponde a los inversores sujetos al IRPF según el art. 16, 2 y 3 del RDL 18/1976, de 8 de octubre (BOE de 11 de octubre de 1976).

(b) No incluye emisiones de la CTNE.

5. Rendimiento interno de obligaciones (continuación)

Valores con vida media superior a 7 años

%

	Inversores sujetos al régimen general del IRPF o el IS (a)					Seguros, ahorro y entidades de crédito e inversores exentos en IS o no obligados a declarar en IRPF				
	Media simple			Media ponderada		Media simple			Media ponderada	
	1 Total	2 Eléctricas	3 No eléctricas (b)	4 Total	5 Eléctricas	6 Total	7 Eléctricas	8 No eléctricas (b)	9 Total	10 Eléctricas
1978										
ENE	13,48	12,72	15,00	13,16	12,85	10,96	10,27	12,23	10,81	10,37
FEB	13,84	13,05	15,43	13,51	13,24	11,23	10,52	12,56	11,07	10,67
MAR	13,81	12,95	15,37	13,63	13,12	11,21	10,43	12,51	11,18	10,56
ABR	13,95	12,96	15,58	13,91	13,11	11,33	10,44	12,66	11,41	10,54
MAY	13,83	12,83	15,58	13,61	12,95	11,23	10,33	12,68	11,19	10,40
JUN	13,79	12,83	15,45	13,53	12,78	11,23	10,35	12,61	11,14	10,29
JUL	13,87	12,97	15,40	13,62	12,84	11,32	10,49	12,57	11,25	10,39
AGO	13,99	13,06	15,52	13,76	12,94	11,38	10,52	12,66	11,33	10,42
SEP	14,07	13,14	15,57	13,99	13,20	11,44	10,58	12,70	11,49	10,60
OCT	14,31	13,40	15,80	14,30	13,56	11,64	10,81	12,86	11,75	10,91
NOV	14,46	13,50	16,11	14,36	13,72	11,78	10,91	13,12	11,86	11,07
DIC	14,57	13,46	16,32	14,47	13,49	11,91	10,90	13,34	12,00	10,92
1979										
ENE	14,69	13,61	16,36	14,50	13,42	14,41	13,36	16,36	13,79	13,07
FEB	14,85	13,76	16,52	14,69	13,57	14,57	13,51	16,52	13,96	13,21
MAR	14,84	13,73	16,48	14,74	13,51	14,55	13,47	16,48	13,99	13,14
ABR	14,95	13,74	16,82	14,70	13,36	14,68	13,52	16,82	13,98	13,06
MAY	14,90	13,76	16,80	14,43	13,30	14,64	13,54	16,80	13,77	13,00
JUN	14,94	13,92	16,58	14,60	13,55	14,68	13,69	16,58	13,93	13,23
JUL	15,19	14,17	16,83	14,86	13,79	14,92	13,94	16,83	14,17	13,47
AGO	15,48	14,38	17,25	15,08	13,93	15,20	14,14	17,25	14,36	13,59
SEP	15,69	14,55	17,51	15,40	14,20	15,40	14,30	17,51	14,66	13,85
OCT	15,84	14,55	17,91	15,55	14,20	15,56	14,32	17,91	14,81	13,89
NOV	15,66	14,35	17,92	15,13	13,92	15,40	14,12	17,92	14,46	13,59
DIC	15,72	14,50	17,75	15,33	14,20	15,45	14,26	17,75	14,63	13,86
1980										
ENE	15,55	14,34	17,74	14,62	13,80	15,39	14,09	17,74	14,34	13,45
FEB	15,77	14,58	17,92	14,90	14,09	15,60	14,31	17,92	14,60	13,71
MAR	15,97	14,85	17,99	15,34	14,58	15,80	14,58	17,99	15,03	14,20
ABR	16,11	14,94	18,22	15,57	14,81	15,96	14,71	18,22	15,32	14,50
MAY	16,18	15,04	18,22	15,72	14,98	16,02	14,80	18,22	15,46	14,66
JUN	16,06	14,91	18,13	15,34	14,57	15,90	14,66	18,13	15,09	14,25
JUL	16,12	14,86	18,37	15,31	14,45	15,96	14,63	18,37	15,06	14,13
AGO	16,37	15,05	18,75	15,43	14,48	16,21	14,81	18,75	15,17	14,16
SEP	16,47	15,12	18,91	15,49	14,47	16,32	14,88	18,91	15,23	14,14
OCT	16,98	15,25	20,10	16,07	14,90	16,84	15,03	20,10	15,83	14,60
NOV	17,02	15,31	20,12	16,25	15,10	16,88	15,08	20,12	16,01	14,81
DIC	16,95	15,17	20,15	15,96	14,82	16,80	14,95	20,15	15,72	14,52

(a) Desde octubre de 1976 hasta diciembre de 1977 la serie recogida es la que corresponde a los inversores sujetos al IRPF según el art. 16, 2 y 3 del RDL 18/1976, de 8 de octubre (BOE de 11 de octubre de 1976).

(b) No incluye emisiones de la CTNE.

Los nuevos cuadros del mercado interbancario en el Boletín Estadístico

A partir de su número de marzo, el *Boletín Estadístico* del Banco de España presenta una nueva serie de cuadros sobre tipos de interés del Banco de España y del mercado interbancario (Cuadros 1 a 6 del Capítulo VII) (1), en la que se han modificado los conceptos y estructuras de algunos de ellos y se han añadido datos nuevos que no figuraban anteriormente. Para algunos de estos cuadros, además, se dan cifras de medias decenales y anuales juntamente con las medias mensuales, que eran las únicas publicadas anteriormente.

Un conjunto de factores ha conducido a la revisión de las actuales estadísticas del mercado interbancario. Uno de ellos era el problema derivado del comportamiento de los tipos de interés de las operaciones concertadas al siguiente día hábil. La existencia de días festivos intermedios da origen a que el mercado descuenta del coste la posesión del dinero en fechas inhábiles. Este fenómeno, que afecta a todo tipo de operaciones, queda difuminado a medida que se alarga el plazo, pero tiene especial influencia en los plazos cortos y, en particular, en las operaciones concertadas al siguiente día hábil, que suelen presentar tipos netamente inferiores a los de los días próximos no afectados por este problema. La utilización del tipo de interés a un día en forma de medias decenales se veía, por ello, afectada de modo significativo por el número de días festivos de la decena y, en consecuencia, su utilización como indicador de los grados de tensión o distensión del mercado quedaba, en parte, desvirtuada. Otro problema que existía era el de la diferente cobertura de la información para las operaciones a plazos superiores a un mes, ya que, a partir de dicho plazo, el análisis se reducía a la observación de los plazos de tres meses, quedando un resto muy amplio que englobaba tanto operaciones a plazos superiores como a los intermedios entre uno y tres meses. El alargamiento del plazo de las operaciones interbancarias había puesto de manifiesto la necesidad de una mejor cobertura de la información de las operaciones a plazo.

En relación al primero de los temas —el referido al tipo de interés a un día—, una buena parte de las fluctuaciones hubieran quedado amortiguadas si se manejasen medias semanales, al incluir en cada período igual número de festivos (salvo en los casos de festividades diferentes de los domingos). Sin embargo, dado que la totalidad de las magnitudes monetarias con datos diarios se manejan en agregados de medias decenales, y que la intervención monetaria, como conse-

(1) También se ha modificado el antiguo cuadro VII-11 sobre el rendimiento interno de obligación, cambios que se comentan en otro artículo de este Boletín.

cuencia de la definición del coeficiente de caja, se realiza por períodos decenales, parece más útil para el análisis mantener la agregación en medias decenales, sobre todo teniendo en cuenta que el tipo de interés a un día es el que normalmente muestra una mayor sensibilidad a las acciones derivadas de la intervención. Por otro lado, la medición del descuento que el mercado aplica por la tenencia de dinero en día festivo —que hubiera permitido corregir las cifras afectadas por este problema— resultaba muy problemática, ya que aparentemente el descuento se ve afectado por numerosos factores, que van desde las situaciones de exceso de oferta o de demanda del mercado, ante las cuales las operaciones al siguiente día hábil concertadas en víspera de festivo muestran una elasticidad más acusada que el resto de los días, hasta la situación de la citada fecha dentro del número de orden de días de la decena o su proximidad al fin de mes. Al mismo tiempo, en la evolución del tipo de interés se observa un comportamiento característico en lo que se refiere a las cantidades negociadas. Sin excepción, el importe negociado en las vísperas de festivos baja muy considerablemente, con lo que concurren en esas fechas un tipo de interés distorsionado y unas cantidades bajas. Continuando en esta línea del estudio de las cantidades, se observó que, en torno a los fines de semana, se produce una considerable reducción de los saldos vivos de operaciones día a día y una elevación correlativa de los saldos vivos a plazo. Concretamente, la disminución de los saldos de operaciones de sábado a lunes era sustituida por operaciones de viernes a lunes, de tal modo que el tramo de operaciones a plazo de 2 a 5 días estaba fundamentalmente integrado por este tipo de operaciones. Pasó a observarse, asimismo, que este comportamiento se reproduce en las antevísperas de festivos (diferentes del domingo), concluyéndose que, si bien se registra en dichas fechas un aumento del número de operaciones en el tramo de 2 a 5 días, este aumento resulta muy pequeño en comparación con el observado los viernes. Ello parece denotar una tendencia al cese de actividad de los sábados.

Lo anterior ha conducido a definir como indicador de tipos de interés de las operaciones día a día el obtenido de las operaciones concertadas al día siguiente, excluyendo, por tanto, los tipos de interés de los sábados o vísperas de festivo, por la relativamente menor importancia cuantitativa del volumen negociado en dichas fechas y las distorsiones que introducen sus tipos de interés. Se han considerado, sin embargo, como operaciones día a día tanto las operaciones al siguiente día hábil, sábados y vísperas de festivo, incluidas hasta ahora en el grupo anterior, como las realizadas de viernes a lunes, incluidas hasta ahora entre las operaciones a plazo. De este modo, el total de operaciones «día a día» (Cuadro VII-4) estaría constituido por un conjunto que incluiría las operaciones «al día siguiente» (Cuadro VII-3, columnas 11 y 12), que no tendría datos los sábados o vísperas de festivo y a partir del cual se elaboran los correspondientes tipos de interés (Cuadro VII-3, columnas 1 a 5), y otro grupo formado por las operaciones de «sábado, vísperas de festivo y de viernes a lunes» (no registrado explícitamente en los cuadros, pero que se puede calcular por diferencia), que no mostraría cifras más que en las fechas indicadas.

El otro aspecto planteado era el de la ampliación de la cobertura de información detallada por plazos. Ello exigía la delimitación de nuevos tramos de plazos de operaciones. Al plantearse el estudio del comportamiento del mercado en cuanto a los plazos de las operaciones, con objeto de delimitar los nuevos tramos, parecía conveniente ampliar el estudio a la revisión de la totalidad de los tramos, con el fin de confirmar o modificar los anteriormente definidos. Para ello, se hicieron estudios de frecuencia del número de operaciones y de sus importes por plazos. El criterio aplicado fue el de acotar restrictivamente los tramos de los plazos típicos para los cuales se iban a obtener indicadores de tipos de interés de uso habitual (7 días, 15 días, un mes, tres meses), tratando de evitar que una definición muy amplia del tramo reuniese operaciones sobre las que el mercado comienza a discriminar en términos de precio,

TIPOS DE INTERES

VII - 3 Mercado interbancario. Tipos de interés

		Tipos de interés (Porcentajes)								Número e importe, en miles de millones de pts. de las operaciones										
		Al día siguiente			Otros plazos					Al día siguiente		Una semana (6 a 8 días)		Una quincena (13 a 17 días)		Un mes (27 a 33 días)		Tres meses (88 a 94 días)		
Tipo medio diario		Media de los tipos			Una semana (6 a 8 días)	Una quincena (13 a 17 días)	Un mes (27 a 33 días)	Tres meses (88 a 94 días)	N.º	Importe	N.º	Importe	N.º	Importe	N.º	Importe	N.º	Importe		
Más alto del período	Más bajo del período	Medios diarios	Máximos diarios	Mínimos diarios																
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19		
1981	Enr	19.88	10.67	17.10	18.62	14.91	16.17	16.50	17.27	17.64	144	57.9	10	3.4	6	1.9	13	3.0	2	0.4
	Feb	14.98	12.61	13.51	14.49	12.01	13.09	13.90	14.80	15.94	131	49.7	12	4.0	5	1.4	12	2.8	3	0.5
	Mar	13.22	12.57	12.91	13.76	11.75	11.90	12.36	13.15	14.83	131	51.4	13	4.2	4	1.4	6	1.2	3	0.4

en detrimento de la representatividad del tipo en cuestión. Se hicieron algunos ensayos adicionales encaminados a observar la importancia de los diversos plazos negociados según el día de la decena, fecha del mes o del año, detectándose algunas regularidades, aunque realmente poco significativas.

Como producto de todo ello, la nueva agrupación de las operaciones por plazos se ha realizado conforme a la siguiente definición de tramos:

2 a 5 días (a)	45 a 57 días
6 a 8 días (semana)	58 a 64 días (2 meses)
9 a 12 días	65 a 87 días
13 a 17 días (15 días)	88 a 94 días (3 meses)
18 a 22 días	95 a 171 días
23 a 26 días	172 a 192 días (6 meses)
27 a 33 días (mes)	193 a 353 días
34 a 46 días	354 a 376 días (1 año)
	Más de 376 días

(a) Con la exclusión de las de vísperas de festivo y las de viernes a lunes.

A la hora de seleccionar los intervalos para su publicación en el *Boletín Estadístico*, se han seguido dos

criterios. En el Cuadro VII-3, se muestran los tipos de interés, así como el número e importe de las operaciones para los intervalos de uso habitual: una semana (columnas 6, 12 y 13), una quincena (columnas 7, 14 y 15), un mes (columnas 8, 16 y 17) y tres meses (columnas 9, 18 y 19).

No ha sido éste, sin embargo, el criterio seguido para los otros cuadros que ahora se publican, relativos a las operaciones realizadas y a los saldos vivos de las operaciones a plazo (Cuadros VII-4 y VII-5). El deseo de mostrar el tamaño total del mercado a plazo podía llevar bien a una proliferación de columnas (dos para cada uno de los 17 intervalos antes definidos), de difícil encuadre en las páginas del Boletín, bien a un gran número de cuadros. Ha parecido, pues, oportuno mostrar los importes totales de las operaciones y los saldos vivos agrupados en los intervalos más amplios que se recogen en dichos cuadros. Ni que decir tiene que, en lo que respecta a los importes de las operaciones realizadas, siempre se pueden calcular las de los intervalos no comunes por diferencia entre las correspondientes columnas del Cuadro VII-4 y del Cuadro VII-3.

Por último, dentro del marco de los datos del mercado interbancario, el Boletín presenta un nuevo Cua-

TIPOS DE INTERES

VII - 4 Mercado interbancario. Operaciones realizadas

Miles de millones de pesetas

	Total	Día a día	A plazo																	Pro memoria Total a menos de 1 mes	
			Total	A menos de un mes						A un mes o más											
				Plazo medio (días)	Importes	De 2 a 8 días	De 9 a 17 días	De 18 a 26 días	Total	Importes	A un mes (27 a 33 días)	A más de un mes									
												Total	A más de tres meses								
													Plazo medio (días)	Importes	Hasta 3 meses (34 a 94 días)	Total	Hasta 6 meses hasta 192 días	Más de 6 meses hasta 1 año (193 a 376 días)	A más de un año (+ 376 días)		
15=16	17	18	19																		
1981	Enr	73.8	57.6	16.2	8	12.2	9.3	2.4	0.5	50	4.0	3.0	101	1.0	0.8	0.2	0.2	-	1642	-	69.8
	Feb	65.1	50.1	15.0	9	10.7	7.8	2.1	0.9	51	4.3	2.8	83	1.5	1.3	0.2	0.2	-	-	-	60.9
	Mar	63.7	51.2	12.6	9	9.6	6.8	2.2	0.5	70	3.0	1.2	97	1.8	1.3	0.5	0.4	0.1	-	-	60.7

TIPOS DE INTERES

VII - 5 Mercado interbancario. Operaciones vivas

Miles de millones de pesetas

	Total	Día a día	A plazo																	Pro memoria Total a menos de 1 mes	
			Total	A menos de un mes						A un mes o más											
				Plazo medio (días)	Saldos vivos	De 2 a 8 días	De 9 a 17 días	De 18 a 26 días	Total	Saldos vivos	A un mes (27 a 33 días)	A más de un mes									
												Total	A más de tres meses								
													Plazo medio (días)	Saldos vivos	De 34 a 94 días	Total	De 95 a 192 días	De 193 a 376 días	A más de 376 días		
15=16	17	18	19																		
1981	Enr	275.7	64.2	211.5	10	65.1	39.7	19.5	5.9	110	146.4	55.1	158	91.2	63.1	28.2	21.8	3.0	1611	3.3	129.3
	Feb	300.1	55.4	244.8	12	81.6	35.2	31.3	15.1	102	163.2	82.1	175	81.2	52.6	28.6	21.9	3.0	1612	3.4	136.9
	Mar	269.3	57.5	211.8	11	65.6	30.8	25.0	9.8	115	146.2	51.1	160	95.1	65.0	30.0	22.6	4.1	1612	3.3	123.1

TIPOS DE INTERES

VII - 6 Mercado interbancario. Saldos vivos. Detalle por entidades

Miles de millones de pesetas

	Cajas de ahorro			Banca nacional			Banca regional y local			Banca industrial			Banca extranjera		
	Pasivo	Activo	Saldo neto	Pasivo	Activo	Saldo neto	Pasivo	Activo	Saldo neto	Pasivo	Activo	Saldo neto	Pasivo	Activo	Saldo neto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1981 Enr	23.5	115.2	-91.7	108.7	58.0	50.6	40.4	50.0	- 9.6	10.7	41.9	-31.2	92.4	10.6	81.9
Feb	29.1	112.2	-83.0	105.8	71.5	34.3	44.7	56.3	-11.5	16.1	47.8	-31.7	104.4	12.4	92.0
Mar	33.7	101.7	-68.0	75.5	61.4	14.1	37.2	50.9	-13.7	10.9	43.3	-32.4	112.0	11.9	100.1

dro VII-6, dedicado a desglosar los datos del mercado por grupo de entidades. Para cada grupo se muestra el total de saldos vivos de las operaciones activas, de las pasivas y el saldo vivo neto. Se han considerado los siguientes grupos de entidades:

- Cajas de ahorro (columnas 1 a 3).
- Banca nacional (columnas 4 a 6).
- Banca regional y local agrupadas (columnas 7 a 9).
- Banca industrial (columnas 10 a 12).
- Banca extranjera (columnas 13 a 15).

La nueva definición del tipo de interés día a día en el mercado interbancario está conectada con el problema de la elaboración del indicador de tipos de interés de las subastas de crédito a un día realizadas por el Banco de España. Parece obvio que ambos tipos (interbancario y subasta) deben ser comparables y que, en consecuencia, deben elaborarse conforme a los mismos criterios. Actualmente se realizan subastas diarias al día siguiente, excepto los viernes, en que se subasta hasta el lunes. Esto significa que, salvo excepciones, no hay subastas los sábados. El tipo de interés de los viernes se ve afectado por los problemas de incluir en el período de la operación un día inhábil. Se realizan también subastas a más de 1 día en los casos de otras

festividades de carácter general, o de fiesta local en Madrid. Con objeto de buscar la comparabilidad entre los tipos de la subasta y los tipos interbancarios «al día siguiente», se ha dividido la subasta en dos conjuntos, siguiendo los mismos criterios que en el mercado interbancario: uno, que engloba las subastas «al día siguiente», y otro, que incluye las realizadas en «vésperas de festivos y las de viernes a lunes», considerando todas ellas como «día a día». Las subastas que eventualmente pudieran realizarse a otros plazos se mostrarían aparte.

Como resultado de lo expuesto, el antiguo Cuadro VII-2 sobre tipos de interés de las operaciones de regulación monetaria del Banco de España ha sido sustituido por el que aquí se presenta.

Las siete primeras columnas están relacionadas con los créditos de regulación mediante subasta, según el sistema descrito anteriormente. Las tres restantes columnas se refieren a los tipos anunciados de los bonos del Tesoro y de los certificados de depósito del Banco de España, para los plazos de uno, dos y tres meses. Conviene insistir en que se trata de tipos anunciados, a los que pueden haberse realizado operaciones o no, a voluntad de las entidades compradoras de bonos.

VII — TIPOS DE INTERES

VII - 2 Banco de España Operaciones de regulación monetaria

Porcentajes

	Créditos de regulación (tipos efectivos)							Bonos y certificados de depósito (tipos anunciados)		
	Al día siguiente		Viernes a lunes y vísperas festivo		Plazo	Otros plazos		Un mes	Dos meses	Tres meses
	Marginal	Medio	Marginal	Medio		Tipo				
					Marginal	Medio				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1981 Enr	17.71	18.17	12.13	12.47	-	-	-	-	16.41	16.89
Feb	13.50	13.77	9.23	9.86	-	-	-	13.68	14.00	15.50
Mar	12.97	13.10	9.57	9.77	-	-	-	12.93	13.43	14.56

Debe recordarse también que los actuales mecanismos de colocación de bonos admiten la posibilidad de que las entidades ofrezcan la compra de bonos a tipos o plazos distintos de los anunciados por el Banco de España, y que estas operaciones han tenido, efectivamente, lugar en ocasiones.

Como se ha dicho anteriormente, algunos de los nuevos cuadros presentan, además, la innovación de mostrar medias decenales, y ya se han expuesto las razones que han prevalecido para preferir la media decenal a la semanal. Queda, sin embargo, pendiente el tema del centrado de las decenas, esto es, la opción entre la decena natural y la decena con los dos días de desfase que rigen, para los activos de caja de las instituciones bancarias, a efectos del cumplimiento del coeficiente de caja. Dada la estrecha relación entre los tipos a muy corto plazo y la intervención de las autoridades, y dado que dicha intervención incide sobre los activos de caja con ajustes decenales, parece conveniente relacionar el comportamiento de los tipos a muy corto plazo con los períodos de intervención. Ello aconseja optar por la elaboración de agregados, cuando menos en los plazos cortos, ajustados a la decena desplazada en dos días, del mismo modo que los activos de caja. Por encima de los plazos muy cortos, el problema de la incidencia de la intervención diaria pierde relevancia, por lo que no es realmente necesario que el agregado decenal se calcule sobre la decena aplazada. Sin embargo, considerando que la adopción de una u otra opción no puede introducir distorsiones significativas en los plazos largos, se ha optado, por razones de simplicidad, por el cálculo de los agregados de medias decenales y mensuales con dos días de desplazamiento para todas las operaciones, cualquiera que sea su plazo.

1-IV-1981.

Circulares del Banco de España

Circular n.º 14/1981, de 26 de marzo.

Entidades de depósito

Préstamos a un día por entidades poseedoras de Bonos del Tesoro.

El volumen actual de Bonos del Tesoro y Certificados de Depósito del Banco de España en poder de las entidades de depósito, unido a las facilidades de obtención de créditos a corto plazo del Banco de España que su tenencia comporta, implica la posibilidad de creación automática de liquidez en márgenes totalmente fuera del control del Banco emisor, con el consiguiente peligro para una ejecución continuada y flexible de la política de objetivos monetarios.

Habida cuenta de ello así como de la definitiva consolidación de los Bonos del Tesoro y de los Certificados de Depósito del Banco de España como un instrumento de utilización habitual en la política de control monetario, resulta aconsejable introducir algunas modificaciones en las normas dictadas hace más de dos años por las Circulares 162 a la Banca Privada y 43 a las Cajas de Ahorros; modificaciones tendentes a evitar esa creación automática de liquidez y a potenciar el papel del mercado secundario de este tipo de activos entre bancos y cajas.

Por estas razones, el Consejo Ejecutivo del Banco de España, en su sesión de 26 de marzo de 1981, ha dictado las siguientes normas:

PRIMERA:

- 1 - Toda entidad que al inicio de las operaciones de cada día luzca en su activo Bonos del Tesoro y/o Certificados de Depósito a plazo fijo del Banco de España (en adelante «Saldo de Bonos del Tesoro») tendrá derecho a la concesión automática por el Banco de España de un préstamo con las condiciones especiales reguladas en esta norma siempre y cuando, al amparo de esta Circular, no hubiese solicitado otros dos en los treinta días naturales anteriores a la fecha de solicitud.

- 2 - El importe máximo del préstamo a conceder con estas condiciones especiales será el de su saldo de Bonos del Tesoro.
- 3 - El tipo de interés aplicable a estos préstamos se determinará añadiendo un diferencial de hasta 2 puntos porcentuales al «tipo básico de referencia» definido en el apartado 4 de esta norma.
- 4 - El tipo básico de referencia se define como:
 - 4.1. - El tipo medio ponderado de las concesiones en subastas de día por el Banco de España en aquellas fechas en las que la misma se realizase a un día.
 - 4.2. - El tipo medio ponderado de las operaciones interbancarias «al día siguiente» registradas por el Banco de España el último día hábil anterior, en aquellas fechas en las que el Banco de España no hubiese realizado subasta o ésta fuese a plazo mayor de un día sin que medie festivo o festivos no computables. En aquellos casos en los que la concesión del préstamo coincidiese con víspera de festivo o festivos no computables, el tipo de interés medio ponderado «al día siguiente» se corregiría proporcionalmente al número de festivos no computables comprendidos en el plazo de concesión.

SEGUNDA: El diferencial a aplicar cada día, o su modificación, será anunciado por el Banco de España por los mismos canales por los que habitualmente informa sobre los tipos de venta en firme de Bonos del Tesoro y Certificados de Depósito.

TERCERA: Las normas contenidas en esta Circular serán de aplicación a los Bonos del Tesoro y Certificados de Depósito del Banco de España adquiridos a partir del día 27 de marzo de 1981.

CUARTA: Quedan derogados el párrafo a) de la norma 3.^a y la norma 4.^a del apartado II de las Circulares n.º 162 a la Banca Privada y 43 a las Cajas de Ahorros, así como el Oficio-Circular a ambos grupos de instituciones de 20 de julio de 1979.

EL SUBGOBERNADOR.

