

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

enero 1983

## Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que 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.
- M<sub>1</sub> Oferta Monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M<sub>2</sub> M<sub>1</sub> + Depósitos de ahorro.
- M<sub>3</sub> Disponibilidades líquidas = M<sub>2</sub> + Depósitos a plazo.
- T<sub>1</sub><sup>1</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$ . Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T<sub>1</sub><sup>3</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles 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.
- T<sub>3</sub><sup>3</sup> Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$ . Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T<sub>12</sub><sup>1</sup> Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales  $\left[ \frac{\text{Ene}_t - 1}{\text{Ene}_{t-1}} \right] 100$ . Centrada con seis meses de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador 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 La economía española en 1982
- 28 Actualización de los índices de tipos de cambio efectivo de la peseta
- 37 El mercado secundario y el rendimiento interno de los bonos de caja de los bancos industriales
- 51 Estimación de las series trimestrales del PIB, 1964-81
- 57 Información del Banco de España
- 58 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro.
- 63 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 64 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 67 Indicadores económicos

# La economía española en 1982

Se presenta, en estas páginas, una descripción de los principales rasgos de la evolución económica española en 1982. Se pretende ofrecer así un panorama que permita apreciar la situación de nuestra economía al iniciarse el año 1983. Tal panorama sólo puede tener, sin embargo, el carácter de un esbozo, porque la información disponible, mediado el mes de enero, sobre la gran mayoría de los sectores y actividades es solamente parcial, y está, en numerosos casos, bastante atrasada. Se ha tenido que proceder, en consecuencia, a realizar estimaciones que se refieren, en general, al último trimestre del pasado año, pero que se extienden, en ocasiones, a la mayor parte del segundo semestre. Esto otorga a las páginas que siguen un carácter provisional e incompleto, que resulta especialmente visible en algunas de sus partes, y que el lector habrá de disculpar y tener en cuenta.

## El entorno internacional en 1982

1. En el transcurso de 1982, se fueron agotando los débiles síntomas de recuperación que, desde finales de 1981, habían alimentado la esperanza de que se estaba iniciando el punto de giro de la larga crisis en que se vieron sumidas las economías de todos los países industrializados tras la segunda subida de los precios del petróleo. Finalizado ya el año, tales indicios han desaparecido totalmente, de tal forma que las expectativas de recuperación para la economía mundial han tenido que desplazarse en el tiempo a un horizonte impreciso, que, incluso bajo los supuestos más optimistas, estaría situado, como muy pronto, en la segunda mitad del año recién iniciado.

Como consecuencia de la prolongación y agudización de la crisis durante un año más, la evolución del paro a escala mundial ha empezado a adquirir tintes dramáticos, con cifras que diez años atrás sólo habrían suscitado la incredulidad. Once millones de personas están en paro en la CEE, uno de cada diez europeos activos no encuentra empleo, en Estados Unidos la tasa de paro supera el 10 %, e incluso países como los nórdicos, que partían de niveles de bienestar excepcionalmente elevados, se han visto también duramente castigados por la crisis.

En estas condiciones, las relaciones internacionales se han movido en un clima progresivamente enrarecido, en el que las incertidumbres, ligadas a acontecimientos políticos graves, el mantenimiento de unos tipos de interés elevados en EEUU –sostenidos por una política monetaria ajustada y unos déficit públicos importantes– y las preocupaciones ante la amenaza de un posible colapso financiero a escala internacional han mantenido los mercados de cambios sometidos a

fuertes tensiones, en tanto que el dólar se mantenía firme, pese al rápido deterioro de la balanza comercial americana. Además, el agravamiento de las cifras de paro y la impotencia de las autoridades para detener la destrucción de puestos de trabajo han determinado un importante deterioro de las relaciones comerciales con la puesta en práctica de múltiples barreras al libre comercio. La reciente conferencia del GATT en Ginebra, con una declaración final tibia y de compromiso, no es sino la confirmación de que el proteccionismo sigue afianzando sus posiciones.

En estas condiciones, la evolución de las economías europeas en la segunda mitad del año fue claramente negativa. Varias causas ligadas al contexto internacional antes descrito ayudan a explicar esta evolución.

En primer lugar, el retroceso de las exportaciones, que habían constituido, para buena parte de los países industrializados, el componente más dinámico de su demanda en los primeros meses del año. Entre las causas más importantes para explicar esta evolución regresiva del comercio mundial, se encuentra la depresión del mercado de petróleo, que, con la caída consiguiente de su precio, provocó una fuerte contracción en las importaciones de los países de la OPEP. Algo similar puede decirse de los países del tercer mundo, que se vieron obligados a una drástica reducción de sus importaciones, ante el desplome en los mercados mundiales de los precios de las materias primas constitutivas de la base de su comercio de exportación. De igual forma, numerosos países, especialmente algunos latinoamericanos y buena parte de los países del Este, tuvieron que ajustar a la baja, de forma importante, el volumen de sus compras exteriores, en un intento de mejorar el saldo de sus balanzas de pagos ante los riesgos derivados de un fuerte endeudamiento exterior en un año de crisis financiera internacional, que, en algunos momentos, amenazó con convertirse en un colapso a escala mundial. Incluso los nuevos países en vías de industrialización, con experiencias de ritmos de crecimiento muy altos en los últimos años —su media fue superior al 6 % en 1981—, hubieron de conformarse en 1982 con tasas de aumento de su producto real del orden del 2 ó 3 %, con el consiguiente descenso en el ritmo de aumento de sus importaciones.

En segundo lugar, que la recuperación de los primeros meses de 1982 no llegara a consolidarse se explica también, y de forma crucial, por el retraimiento de la inversión productiva, que en ningún momento llegó a incorporarse al inicio del movimiento alcista; y ello, pese a que, en algunos países industrializados, empezaron a actuar en 1982 algunos factores que, en principio, deberían haber incidido favorablemente sobre ello. Así, el ritmo de crecimiento de los costes medios

laborales se redujo de forma significativa; también los costes derivados del uso de materias primas y de la energía —del petróleo, sobre todo— retrocedieron de forma importante; los tipos de interés, aunque todavía elevados, también descendieron sensiblemente respecto a los altos niveles de partida; y, además, las políticas fiscales y de gasto público instrumentadas por las autoridades de casi todos los países se orientaron de forma decidida al apoyo de los planes de inversión empresarial. En estas condiciones, no parece aventurado suponer que los beneficios de las empresas debieron mejorar a lo largo del año, sin que, no obstante, la inversión productiva mostrara signo alguno de recuperación. Sin duda, las difíciles condiciones financieras que venían afectando a las empresas, y que llegaron a un punto máximo en 1982, debieron hacer que la mejor situación relativa del excedente empresarial se destinara, en un contexto de incertidumbre elevada, al saneamiento de las posiciones financieras de las empresas, sin que llegara a reflejarse en decisiones de inversión productiva concretas.

En tercer lugar, tampoco el consumo llegó a consolidar la débil recuperación que había iniciado a finales de 1981, y que, junto a las exportaciones, constituyó el apoyo del modesto crecimiento de las economías europeas en la primera parte de 1982. El comportamiento del empleo, que siguió retrocediendo en la mayor parte de los países, la desaceleración importante de los salarios monetarios y la aceptación, prácticamente generalizada, por las autoridades económicas de los países industrializados de la necesidad ineludible de contener los déficits públicos, poniendo cierto freno a determinados renglones del gasto corriente que favorecen el consumo privado hicieron difícil el mantenimiento de este componente de la demanda.

Por último, es importante insistir en que un factor determinante del agotamiento, en pocos meses, del impulso recuperador europeo fue la no incorporación de la economía americana, que en ningún momento llegó a coger el relevo como motor del proceso. El gobierno americano se mantuvo firme en una política económica decididamente anti-inflacionista, sin permitir que se pusieran en peligro con un relanzamiento monetario los notables logros alcanzados en este frente, aunque hubiera de pagar un fuerte precio en términos de depresión y paro. Este último superaba, a finales de año, el 10,5 % de la población activa, y el último dato disponible sobre producción industrial, correspondiente a noviembre, acusaba un nuevo retroceso, tras un mes de octubre en el que las quiebras de empresas industriales y de instituciones financieras se sucedieron de forma alarmante. Aunque la Reserva Federal redujo el tipo de descuento en varias ocasiones —siete veces desde el mes de julio—, con la consi-

guiente repercusión favorable sobre los tipos de interés, éstos siguieron manteniéndose relativamente altos, y —lo que aún es peor, desde el punto de vista de sus consecuencias para los países con dificultades en su frente exterior— el dólar se mantuvo firme, con escasas vacilaciones, hasta el cierre del año, pese al creciente deterioro de la balanza comercial americana.

Como resultado de la progresiva evolución negativa de la mayor parte de los países, a medida que transcurría el año, las expectativas sobre la evolución futura se fueron deteriorando paralelamente, con continuas revisiones a la baja, de las que el cuadro adjunto puede ser ilustrativo. En él se aprecian los sucesivos ajustes de las previsiones de la OCDE, desde el clima de relativo optimismo de comienzos de 1981 hasta llegar a los datos de un año después, ya con la evidencia de un retroceso generalizado.

Si, desde el punto de vista de la producción y el empleo, la evolución del año fue claramente negativa, en el terreno de la inflación se lograron, sin embargo, resultados muy positivos. La tasa media esperada de crecimiento de los precios al consumo en el conjunto de los países de la OCDE se sitúa en torno al 7 %, pero, además, con un perfil de desaceleración importante a lo largo del año. En algunos casos, como el del Japón, el fenómeno inflacionista desapareció prácticamente en 1982; Estados Unidos y Alemania situaron su tasa de aumento de precios por debajo del 6 %, e incluso Francia, después de un costoso año de euforia, empezó a lograr también algunos éxitos en ese frente. Aunque parte de la desaceleración conseguida se debió, por un

### 1. Predicciones de la OCDE para los países de su área

	En DIC de 1981	En JUL de 1982	En DIC de 1982
<b>Producto Nacional Bruto</b>	<b>1,25</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>Contribución al crecimiento del PNB (a)</b>			
Consumo privado	1,0	0,75	0,75
Gasto público	0,0	0,0	0,25
Construcción residencial privada	0,0	-0,25	-0,25
Otra inversión privada	0,0	-0,25	-0,5
Variación de existencias	0,0	-0,25	-0,25
Exportaciones	0,75	0,5	0,0
Importaciones	-0,5	-0,5	-0,5
<b>Empleo</b>	<b>-0,25</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>
<b>Precios al consumo</b>	<b>8,75</b>	<b>8,25</b>	<b>7,5</b>
<b>Exportaciones reales</b>	<b>4,0</b>	<b>1,75</b>	<b>-1,5</b>

(a) De los siete países más importantes.

lado, a la depresión de los mercados mundiales de materias primas y de energía —que reaccionarían si la demanda mundial se recobrase—, y, por otro, a la apreciación de las monedas de aquellos países que precisamente registraron los mejores resultados en este frente —con la consiguiente pérdida de competitividad, que podría producir algún rebrote inflacionista ulterior—, lo cierto es que las cifras finales son lo suficientemente positivas como constituir un punto de partida alentador respecto a una posible recuperación en la segunda parte del nuevo año.

En resumen, el escenario mundial en que la economía española hubo de desenvolverse en 1982 se caracterizó por la prolongación de la crisis, por tercer año consecutivo, con la consiguiente depresión generalizada de los ritmos de actividad y de demanda y el efecto positivo de una intensa desaceleración de los precios, en buena parte de los países industrializados. En España, sin embargo, y pese a que el ritmo de crecimiento de su producto interior no fue significativamente destacado respecto de la media de dichos países, el ritmo de inflación no descendió, lo que supuso un aumento importante en el diferencial de precios.

### La economía española en 1982

2. La persistencia, durante buena parte de 1982, de las condiciones climáticas adversas que caracterizaron a 1981 determinó un comportamiento del **sector agrícola** que, aunque favorable en relación con el año anterior, a consecuencia, sobre todo, de la mejora climática del otoño, se expresó en ritmos de avance productivo muy modestos y, por tanto, escasamente significativos desde el punto de vista de su contribución al crecimiento del PIB. El girasol y el aceite de oliva —este último con la cosecha aún sin finalizar— fueron los productos con resultados más favorables, lo que, unido a una producción de cereales normal, permitirá un resultado final que, en términos de valor añadido, puede suponer una tasa de crecimiento en torno al 2 % del producto interior bruto del **sector primario**, una vez que se tiene en cuenta el comportamiento de la actividad ganadera y de la pesca.

La **producción industrial**, por su parte, que pareció mostrar cierto dinamismo en los primeros meses del año, se fue desacelerando a partir de la primavera, de tal forma que, para el conjunto de 1982, difícilmente arrojará una tasa de variación media positiva. El índice de producción industrial descendió un 0,9 %, en el período enero-septiembre, sobre el mismo período del año anterior, y, aunque el comportamiento mensual de este índice presenta erraticidades de difícil tratamiento y un componente estacional también de difícil corrección con los métodos habituales, lo cierto es que su

evolución intra-anual refleja cierta pérdida de pulso (1). La predicción del comportamiento de esta variable, durante los tres últimos meses del año, sobre la base de un modelo de previsión ARIMA, sitúa la tasa media de crecimiento del índice en 1982, respecto de 1981, en  $-0,8\%$ . Por su parte, el consumo de energía eléctrica, que puede utilizarse con cautela como indicador de la evolución de la producción industrial, creció un  $1,7\%$  en el período enero-noviembre de 1982, respecto de igual período del año anterior, aunque también en este caso la evolución intra-anual de la variable indica una desaceleración en los últimos meses. En todo caso, el comportamiento desfavorable del sector en el año parece indudable, y prueba de ello es la correspondiente evolución del empleo industrial, en cabeza en lo que a pérdida de puestos de trabajo se refiere.

El sector de la **construcción** tampoco logró el despegue que su evolución, en la primera parte del año, permitía presagiar. Aunque algunos de los indicadores cuánticos —consumo aparente de cemento y empleo en el sector, por ejemplo— reflejaron un comportamiento siempre esperanzador, reforzado por el clima de opinión de las encuestas empresariales, que mantuvieron el optimismo, incluso después de que comenzaran a deteriorarse en los otros sectores, lo cierto es que el conjunto de la información disponible tampoco permite hablar de un crecimiento significativo para el promedio del año. Sobre la evolución de este sector, se volverá con algo más de detalle después, al tratar de la demanda final correspondiente.

Desde el lado de la oferta, por tanto, el crecimiento del PIB se mantuvo casi exclusivamente gracias a la aportación del **sector servicios**, que de nuevo se mostró como el más dinámico. El turismo mantuvo ritmos de crecimiento reales importantes todos los meses, además de registrar un impulso, a mediados de año, debido a la celebración del Campeonato Mundial de Fútbol. Los indicadores disponibles sobre la evolución del transporte también sugieren crecimientos positivos, especialmente en los transportes ferroviario y aéreo, sólo parcialmente neutralizados por la evolución desfavorable del transporte marítimo. Y algo similar puede afirmarse sobre el comportamiento del subsector de comunicaciones. A ello debe añadirse, además, la incidencia favorable de la evolución de las Administraciones Públicas sobre la actividad del sector, con un crecimiento importante en el número de asalariados y

(1) Aunque, en el mes de septiembre —último dato disponible—, el índice de producción industrial registró una recuperación importante respecto de agosto, sería aventurado atribuirle algún significado definido sobre tendencia futura, dadas las mencionadas erraticidades mensuales y el hecho de ser un dato susceptible de revisión.

una tasa de aumento también positiva de la masa salarial bruta deflactada del sector.

En conjunto, puede esperarse que la tasa de crecimiento medio anual del PIB quede situada entre  $1,1\%$  y  $1,5\%$  en 1982.

3. Desde el lado de la demanda interior, el **consumo privado** reforzó, en la primera parte del año, el impacto expansivo de las exportaciones, contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB en el primer semestre. No obstante, a medida que transcurría el año, los indicadores disponibles fueron perdiendo fuerza, aunque los últimos datos sugieren una cierta recuperación en el último trimestre del año, que, sin duda, refleja la aceleración salarial tras la aplicación de la cláusula de salvaguardia del ANE.

Las matriculaciones de automóviles crecieron, en el período enero-octubre de 1982, un  $5,2\%$ , respecto del mismo período del año anterior, pero la mayor parte del efecto positivo de la demanda de automóviles se centró en los primeros meses del año, con una acusada desaceleración posterior y nuevos indicios de sostenimiento en los últimos datos disponibles. También el índice de producción industrial de bienes de consumo evolucionó de forma bastante menos negativa que en 1981, y lo mismo puede decirse del indicador de producción de electrodomésticos de línea blanca. Las encuestas de opinión empresarial muestran, simultáneamente, una reducción apreciable de las existencias de bienes de consumo, y las importaciones de éstos registran fuertes avances, al tiempo que descienden las exportaciones, excluidos los automóviles. Otros indicadores aislados, como la producción interior y las disponibilidades de carne, o las ventas de tabaco, gasolina y gasóleos, también mostraron ritmos de crecimiento positivos; en cuanto a la información proporcionada por el índice de ventas en grandes almacenes deflactado, aunque muestra una evolución ligeramente negativa para el promedio de enero a octubre —último dato disponible—, refuerza con su comportamiento intra-anual la hipótesis de una cierta recuperación del consumo en la última parte de 1982.

El comportamiento en el año de los distintos renglones que integran la renta disponible para el gasto de las familias permite mantener la hipótesis de una tasa media de crecimiento del consumo real, modesta, pero positiva. Aunque los salarios monetarios —véase el epígrafe 10 de este informe— moderaron inicialmente sus ritmos de aumento respecto de 1981, la aplicación de la cláusula de revisión del ANE determinó un impulso adicional, que, de acuerdo con las informaciones disponibles, pudo tener cierta importancia cuantitativa. Además, desde el punto de vista de la remuneración de

## 2. Previsiones macroeconómicas: 1982

	Tasas de variación reales	Aportación al creci- miento del PIB
1. Consumo privado	0,2	0,14
2. Consumo público	3,3	0,39
3. Formación bruta de capital	-0,4	-0,08
3.1. Capital fijo	-0,4	-0,08
3.2. Variación de existencias	...	0,00
<b>4. Demanda interior</b>	<b>0,4</b>	<b>0,45</b>
5. Exportaciones de bienes y servicios	3,5	0,61
6. Importaciones de bienes y servicios	-1,2	0,23
<b>7. Saldo neto exterior</b>	...	<b>0,84</b>
<b>8. PIB a precios de mercado</b>	<b>1,3</b>	<b>1,29</b>

los asalariados, debe tenerse en cuenta la mejor evolución relativa del empleo respecto del año anterior —véase epígrafe 11—. La actividad redistributiva del Sector Público, por su parte, actuó también en favor de las economías domésticas, ya que los impuestos directos sobre las familias y las cotizaciones sociales crecieron de forma moderada, y, por otro lado, el ritmo de aumento de las prestaciones sociales fue notablemente superior al de las cotizaciones —véase punto 13—. También las transferencias corrientes netas hacia las economías domésticas crecieron por encima del PIB monetario, debido a la interacción de las transferencias positivas desde el resto del mundo y un comportamiento también favorable de las transferencias de las AA.PP.

La carencia de información sistemática sobre la evolución de las rentas netas de la propiedad y de la empresa de las economías domésticas es una laguna estadística importante, por cuanto que constituyen algo más del 30 % de su renta disponible para el gasto. Las conjeturas posibles sobre el comportamiento del excedente empresarial en el año y algunos datos complementarios parciales, como el importante crecimiento registrado por los intereses de la Deuda Pública o por los intereses pagados por bancos y cajas de ahorro, permiten suponer que la tasa de crecimiento de la rúbrica de rentas de la propiedad y de la empresa habrá sido superior al crecimiento del PIB monetario.

La conjunción de los factores descritos en el párrafo anterior supone una evolución de la renta disponible para el gasto de las economías domésticas lo suficientemente ajustada como para limitar la posible tasa media de crecimiento del consumo real —dado un deflactor previsto del 14,4 %— a cifras difícilmente superiores al 0,5 %, salvo que se suponga que en 1982 la tasa de ahorro de las economías domésticas volvió a caer de

forma significativa. El conjunto de la información disponible conduce a situar el crecimiento medio anual del consumo privado entre 0,1 % y 0,5 %. A pesar de su modestia, la cifra constituye prácticamente toda la aportación positiva de la demanda interior privada al crecimiento del PIB.

4. En efecto, los escasos indicadores disponibles sobre la demanda de **inversión en bienes de equipo y material de transporte** apenas llegaron a apuntar, en los primeros meses del año, algunos indicios de recuperación, que desaparecieron pronto. Así, el índice de producción interior de bienes de equipo descendió un 9,0 % en el período enero-septiembre, sobre el mismo período del año anterior, cifra que contrasta desfavorablemente con el crecimiento del 8,1 % registrado en 1981, respecto de 1980. Aunque también las importaciones de este tipo de bienes aumentaron de forma importante en el año —no es posible cuantificar el crecimiento en términos reales, por no disponer de información sobre los precios de importación correspondientes—, la cifra de retroceso en la producción es lo suficientemente elevada como para implicar un comportamiento de este renglón de la inversión probablemente negativo.

La descomposición sectorial del índice y la evolución intra-anual de los subsectores fueron igualmente desalentadoras. En efecto, para el promedio enero-septiembre, sólo el componente de estructuras metálicas y calderería mantenía una tasa positiva, respecto al mismo período del año anterior. Por el contrario, el componente de material de transporte, que fue el principal soporte de la inversión en los primeros meses del año, evolucionó de forma cada vez más negativa, hasta el punto de que, para el promedio del período citado, mostraba ya un retroceso del 4,2 %. Este dato es importante, porque corrobora la hipótesis, mantenida en otros informes del Banco de España, de que la importante recuperación del sector de material de transporte en la primera mitad de 1982, valorada a través de unas tasas de variación positivas elevadas, fue, sobre todo, la consecuencia de los niveles de intensa depresión que el sector había llegado a alcanzar en el año precedente. Incidentalmente, el argumento es, en cierta medida, válido para explicar el comportamiento del consumo de automóviles —comentado en el epígrafe anterior—, que evolucionó de forma muy similar, con una recuperación importante en los primeros meses del año, desde los bajos niveles de 1981, y una desaceleración posterior, aunque comparativamente menos acusada, hasta el punto de que, en este caso, sí puede esperarse una tasa media anual positiva. Parece que, en ambos casos, la recuperación de los primeros meses fue un episodio transitorio, ligado a reposiciones inevitables del material de transporte, tras una larga



fase de retrocesos, pero insertado como diente de sierra en una tendencia de demanda descendente, que, iniciada con las sucesivas alzas del precio de los crudos petrolíferos a partir de 1979, se fue atenuando con la mejora relativa de los precios de los productos derivados del petróleo. Si a todo ello se añade un retroceso del componente del IPI de «maquinaria y resto» en un 13,8 %, para el promedio de enero-agosto, respecto de igual período del pasado año —este componente creció un 14,0 % en 1981, respecto de 1980—, el panorama de la inversión en bienes de equipo en 1982 es, sin duda, negativo, incluso aceptando que, simultáneamente a los descensos de la producción, las importaciones reales correspondientes hayan crecido de forma importante.

Como repetidamente se ha venido señalando en informes anteriores, una parte muy importante de la inversión productiva en España ha estado ligada, en los últimos años, a grandes proyectos relacionados con el sector de transportes y comunicaciones, y con el sector energético y la sustitución de petróleo por otras fuentes de energía, como el carbón (térmicas y cementeras) o el mejor aprovechamiento del refino de petróleo (cracking). La inversión, en 1982, se sostuvo, casi exclusivamente, sobre la base de tales proyectos, que, en muchos casos, están acercándose a su fase de culminación o se hallan totalmente acabados, con el consiguiente debilitamiento del ritmo de avance del flujo de inversión de ellos derivado.

La otra línea posible de sostenimiento de la formación bruta de capital fijo, con un horizonte de rentabilidad a medio plazo mínimamente despejado —los proyectos de reconversión y racionalización de los diferentes sectores—, es, sin duda, bastante más sensible, tanto a las incertidumbres ligadas a la evolución del contexto internacional como a las expectativas sobre la propia demanda interior, y —lo que aún es más importante— a la situación financiera, factores que, en 1982, debieron de desempeñar un papel importante en el retraimiento de la demanda privada de inversión. En efecto, durante la primera mitad del año 1982, actuó también sobre la economía española buena parte de los factores favorecedores de la inversión, que se mencionaron ya en relación con la economía de los países industrializados. En concreto, la desaceleración de los costes medios de trabajo —debida tanto a la moderación en el ritmo de crecimiento de los salarios monetarios y de las cotizaciones sociales como a unos incrementos de productividad que todavía fueron importantes—, la tendencia descendente de los costes de las materias primas y del petróleo en los mercados internacionales —que, al menos, sirvió para moderar los efectos encarecedores de la evolución del tipo de cam-

bio (1)—, y una política fiscal y de gasto público, que, desde años atrás, venía siendo generosa para las empresas —las cifras de transferencias lo corroboran—, debieron ejercer, junto con una cierta mejora de las ventas, algún efecto positivo sobre los excedentes empresariales, aunque obviamente bastante menor que en economías con una trayectoria de ajuste de costes a la baja más intensa y más dilatada en el tiempo. En todo caso, la hipótesis, mantenida a propósito de otras economías, de que la repercusión inicial de la mejora de los excedentes no se reflejaría en la inversión productiva de las empresas, sino en sus posiciones financieras, es válida para el caso de España. En efecto, las tensiones acumuladas por unas empresas con escasa capacidad de autofinanciación hacen ineludible, en la mayor parte de los casos, el saneamiento de sus balances, como primera reacción ante cualquier posible alivio en los beneficios obtenidos; y las expectativas de depreciación del tipo de cambio, con el consiguiente aumento de la carga financiera del endeudamiento exterior, favorecieron la reducción de éste con rentabilidades inmediatas, que podían fácilmente superar la de la mayor parte de los proyectos de inversión existentes. La conjunción de estos factores con un clima de incertidumbre, acrecentado por la prolongación de la crisis durante un año más, debió de influir negativamente no sólo sobre la elaboración de proyectos de ampliación, sobre los que pesan todavía los bajos índices de utilización de la capacidad existente, sino también sobre la ejecución de proyectos de reconversión y racionalización, que o no llegaron a ponerse en marcha, o lo hicieron a ritmos más lentos que lo previsible.

Por otra parte, el panorama fue cambiando, de manera notable, en la segunda mitad del año. La aplicación de la cláusula de salvaguardia del ANE, la depreciación del tipo de cambio con su efecto sobre el coste de los bienes importados y la elevación final del precio de los productos energéticos, unidos al deterioro de las ventas, actuaron desfavorablemente sobre los excedentes empresariales en la última parte del año. Las perspectivas de la economía mundial y de la producción interior se han ido haciendo más sombrías, y los fondos de préstamo disponibles resultan más escasos. Todo ello configura, al cierre del año, un panorama desfavorable para la formación de capital en equipo y material de transporte.

Para el conjunto del año, se prevé un descenso de este renglón de la inversión entre 0 y -2 %, si bien esta estimación adolece, sin duda, de las deficiencias de la información estadística disponible.

---

(1) Que, por otro lado, no fueron, en el segundo caso, trasladados a precios durante la mayor parte del año.

5. La **inversión en construcción**, aunque se comportó de forma algo más positiva que en 1981, tampoco llegó a consolidar una recuperación significativa, pese a las favorables expectativas existentes a principios de año.

El subsector vivienda evolucionó de forma negativa, sin que parezca, por tanto, que el Plan Trienal de Vivienda haya logrado relanzar la actividad de la construcción residencial en su conjunto, sino tan sólo desplazar la de la vivienda libre hacia la vivienda de protección oficial. Este comportamiento refuerza la hipótesis de que una parte importante de la crisis del sector tiene su origen en una insuficiencia de la demanda, que no se resuelve sólo facilitando la financiación.

La actividad de la construcción en el año descansó casi exclusivamente en la obra pública, que volvió a mantener un considerable dinamismo, compensando los retrocesos experimentados por la vivienda y la construcción industrial. La penuria de datos sobre este subsector no permite más que algunas conjeturas al respecto. Los resultados de las encuestas de opinión, del Ministerio de Industria y de la Asociación de Promotores y Constructores, sugieren, si no una recuperación en la actividad del subsector respecto de 1981, sí una cierta estabilidad. Aunque la escasa información disponible sobre proyectos de inversión que requieren inversión en planta hace aventurada cualquier conjetura, es posible que las inversiones relacionadas con el plan energético, especialmente nucleares y térmicas, hayan requerido inversiones en construcción, aunque no sea fácil cuantificar el fenómeno. En todo caso, la información disponible sobre inversión en bienes de equipo sugiere una debilidad que no permite aventurar una opinión mucho más optimista sobre las inversiones en construcciones industriales ligadas a proyectos similares.

Parece, por tanto, que la construcción en 1982, si bien se mostró menos negativa que en el año precedente, mantuvo un ritmo de actividad muy modesto. Aunque el comportamiento favorable de algunos indicadores significativos, como el consumo aparente de cemento o el empleo del sector, podrían sugerir una recuperación conjunta de alguna importancia, lo cierto es que el resto de la información disponible hace difícil mantener tal hipótesis. Es muy posible —y existe alguna evidencia adicional al respecto— que sea la estimación disponible sobre la evolución del sector en 1981, todavía muy provisional, la que esté sobrevalorada.

Para el conjunto de 1982, se estima una tasa de variación de la formación bruta de capital fijo en construcción, situada entre -0,3 % y 0,3 %.

6. Por lo que se refiere a la inversión en **existencias**, los indicadores procedentes de las encuestas de opiniones empresariales muestran que, tras un aumento no deseado de los productos almacenados al final del tercer trimestre, como consecuencia, probablemente, del descenso de ventas, se reanudó en los meses de octubre y, sobre todo, en noviembre el reajuste a la baja de los niveles de existencias de productos nacionales, que ha caracterizado también el año 1982. Este proceso resulta especialmente acusado, y confirmado por la escasa evidencia cuantitativa disponible, en el caso de los productos finales, mientras que, en el caso de productos intermedios y materias primas, parece revestir menos intensidad, y la información cuantitativa resulta contradictoria. Está fuera de toda duda, sin embargo, que las expectativas pesimistas a medio plazo y los costes financieros elevados han seguido ejerciendo una presión a la baja sobre el nivel deseado de existencias de productos industriales. Sólo en el caso de los bienes importados, las expectativas de depreciación del tipo de cambio han favorecido el adelanto de compras y su almacenamiento subsiguiente. Las características del año agrario no hacen esperar aumentos importantes de las existencias de estos productos. En conjunto, no cabe esperar una aportación significativa de la variación de existencias al crecimiento del PIB, y, a falta de información más completa, se estima que ella girará en torno a cero.

7. Ya se ha hecho referencia al importante impulso proporcionado por la obra pública a la inversión en construcción; en conjunto, se estima que la formación bruta de capital fijo por parte de las Administraciones Públicas experimentó, en 1982, un avance real en torno al 14 %, frente a un retroceso del 2,4 % de la inversión privada. El gasto de **consumo público** registró una aceleración apreciable en términos reales (3,3 % estimado en 1982, frente al 2 % en 1981), con un crecimiento del empleo en las AA.PP. en torno al 3 %, y un aumento importante de las compras de bienes y servicios.

La aportación del gasto público —se estima en 0,4 puntos porcentuales la contribución del consumo público al crecimiento del PIB, a los que hay que añadir 0,3 puntos aportados por la inversión pública— fue decisiva para explicar el modesto avance de la demanda interior, situado en torno a 0,4-0,5 % en 1982.

8. El impulso más importante al crecimiento del PIB provino, por tanto, del sector exterior. Con la información disponible en este momento —cifras sobre el comercio exterior para el período enero-septiembre y datos del registro de caja hasta el mes de noviembre—, la contribución de la **demanda exterior** al crecimiento del PIB, en 1982, se ha estimado en torno a 0,8-0,9 puntos porcentuales.

Las **exportaciones de mercancías**, en el primer semestre del año actual, disminuyeron, en términos reales, un 5,2 %, sin elevar a tasa anual, con respecto al semestre inmediatamente precedente. Este comportamiento, a pesar del fuerte retroceso que implica, debe de considerarse favorable, ya que encierra importantes movimientos estacionales entre la primera y la segunda parte del año. No obstante, en los meses centrales de 1982, empezaron a detectarse en la exportación síntomas de agotamiento, relacionados, sin duda, con la evolución, cada vez más desfavorable, del comercio mundial. Esta pauta ha continuado durante el tercer trimestre —prescindiendo de los fuertes movimientos mensuales, en un sentido o en otro, que suelen experimentar las cifras de comercio exterior—, y hace que, para el segundo semestre, se espere una tasa de variación real, con respecto al semestre precedente, nula. Si las comparaciones se hacen con el mismo semestre del año anterior, las tasas de variación de los dos semestres de 1982 serían, respectivamente, del 11,4 % y del -5,4 %. En términos de media anual, el crecimiento real de la exportación, en 1982, sería del 2,5 %, que, junto con un deflactor estimado para las mismas del 13 %, implica una tasa de aumento en pesetas del 16,0 % (-2,6 % en dólares). Como puede observarse, esta previsión supone una caída importante en la tasa de crecimiento de la exportación real con respecto a las cifras que se habían estado utilizando en previsiones anteriores, debido, básicamente, a las modificaciones que se han ido registrando en la evolución de la demanda exterior mundial.

Las cifras disponibles sobre el sector turístico confirman la favorable impresión que sobre el mismo se ha ido dando a lo largo del año. En los once primeros meses, los ingresos por **turismo** y viajes del registro de caja se incrementaron, en pesetas, un 23,2 %. Si se tiene en cuenta que esta cifra habrá recogido —como parecen demostrar los datos de los meses de octubre y noviembre— retrasos en los ingresos, debido a las expectativas formadas sobre la evolución del tipo de cambio de la peseta, resulta factible estimar el crecimiento real del sector, por término medio en el año, en un 8 %. Por tanto, y aunque con menos intensidad de la esperada, **la exportación de bienes y servicios** tuvo un efecto estimulante sobre el nivel de actividad en 1982, con un crecimiento real medio del 3,4 %, y con distinta incidencia en el primero y en el segundo semestre.

En 1982, se ha producido una reducción muy importante en la **importación** de crudos de petróleo, atenuada por el incremento en la importación de carbón y, sobre todo, de derivados del petróleo. Este comportamiento se corresponde con las pautas observadas en la demanda interior de estos productos durante el año, y supone una caída real del total de importaciones ener-

géticas del 8,5 %. Como también el deflactor de las importaciones de energía ha tenido una evolución moderada en 1982 —crecimiento medio anual del 14,0 % en pesetas y descenso del 4,3 % en dólares—, el valor esperado para el conjunto del año variará, con respecto al del año anterior, un 4,3 % en pesetas y un -12,4 % en dólares (1).

En el primer semestre del año, las importaciones de productos no energéticos se fueron desacelerando con respecto a los altos niveles alcanzados en el semestre precedente, pese a lo cual se alcanzó entre ambos períodos una tasa real positiva: 4,3 % sin elevar a tasa anual. Igual que en el caso de la exportación, también los últimos datos correspondientes al primer semestre mostraron síntomas de mayor desaceleración, como luego han confirmado las cifras del tercer trimestre. Así, para la segunda mitad de 1982, se espera una caída real del 7 % en relación con la primera, resultando en términos de media anual, un crecimiento real del 4,1 %. Esta tasa, aunque es el resultado de una evolución coherente con el desarrollo del nivel de actividad interior a lo largo del año, es muy elevada si se compara con el crecimiento medio esperado para el PIB —sobre todo, si se tiene en cuenta que la depreciación de la peseta en 1982 ha compensado, al menos en parte, la menor competitividad de nuestro mercado interior— y puede esconder adelantos de compras de algunos productos en el exterior, ante las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio, especialmente en la primera parte del año. Con todo, a la hora de estimar la magnitud de esos adelantos, hay que descontar el fuerte avance registrado por las importaciones de productos vegetales, animales y alimenticios, que se hallan relacionadas, en buena medida, con las adversidades climáticas.

Para el conjunto de la importación de bienes y servicios, se ha estimado una tasa de variación real del

---

(1) Una vez terminada la redacción de este informe, se ha tenido conocimiento de la posible infravaloración que han registrado, en 1982, las importaciones de productos energéticos, debido a la no contabilización, dentro de las mismas, de las compras de derivados de petróleo obtenidos de crudos que habían entrado en las refinerías españolas para maquilas. Los pagos derivados de la compra de dichos productos petrolíferos han sido asignados por la Dirección General de Transacciones Exteriores a un código estadístico, que, aunque la Balanza de Pagos termina asignando a la balanza comercial —en el renglón llamado «otras mercancías (neto)»—, en la presentación mensual del registro de caja se recoge en la balanza de servicios. Este hecho tendría como consecuencia la alteración de los saldos que han sido estimados para ambas balanzas, y —lo que es más importante— atenuaría considerablemente el descenso real previsto para las importaciones de productos energéticos.

-1,2 %, que, junto con un deflactor en pesetas del 15,2 %, supone un aumento de su valor del 13,8 %.

La información disponible para los nuevos primeros meses del año sobre el comercio exterior por **grupos de productos** y por **zonas geográficas** ofrece algunas características de interés. Destaca el comportamiento muy distinto de la importación de productos agrícolas y alimenticios –fuertemente expansiva– y de su exportación, poniendo de manifiesto las condiciones internas de estos sectores durante 1982. Dentro de la importación, hay que señalar el dinamismo mostrado por los productos metálicos, maquinaria, material de transporte terrestre y bienes de consumo duradero, siendo estos apartados –excepto el último– los que tuvieron también un mayor impulso por el lado de las exportaciones. En cuanto a la distribución geográfica, los hechos más destacados han sido el avance en la participación, tanto en el comercio de importación como en el de exportación, del mercado correspondiente a los países de la OCDE, y, dentro de éste, de la CEE. La importación procedente de los países de la OPEP perdió posiciones, mientras que se mantenía, por término medio, la importancia relativa de nuestras ventas en los países exportadores de petróleo. Este hecho es muy importante, si se tiene en cuenta el gran retroceso que este mercado ha registrado en 1982.

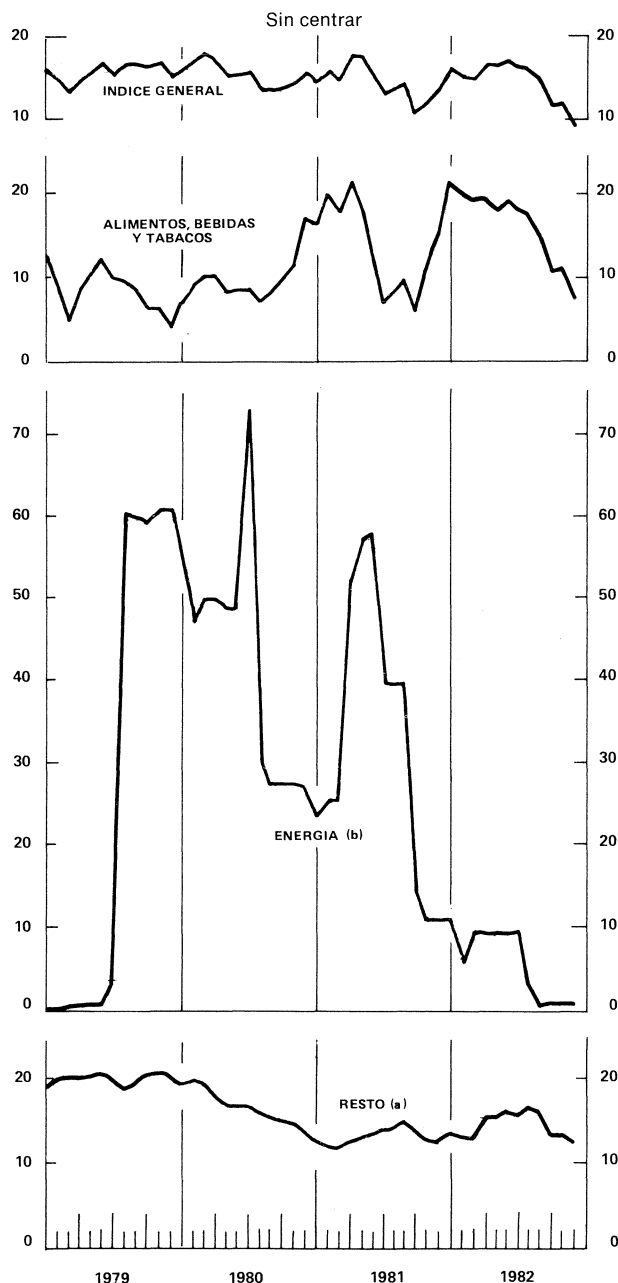
En resumen: de acuerdo con las previsiones expuestas, el PIB mostraría un crecimiento situado en torno al 1,3 % en 1982, con una aportación del sector exterior que gira alrededor de 0,85 puntos porcentuales y una aportación de la demanda interna próxima a 0,45 puntos.

**9.** Los impulsos inflacionistas que, procedentes del sector agrario y de algunos componentes de los servicios, se desarrollaron en la primera parte del año, fueron perdiendo fuerza, a medida que transcurría éste, de forma que la tasa de inflación de los once primeros meses (13,1 %, elevada a anual) llegó a ser inferior a la prevista hace pocos meses. En este sentido, conviene reseñar que la tasa de variación elevada a anual de la serie desestacionalizada de los precios de consumo descendió desde el 16,6 % registrado a lo largo del primer semestre hasta el 9,2 % observado en el período junio-noviembre. Detrás de este comportamiento, se esconden, sin embargo, evoluciones muy distintas, que van desde los precios alimenticios (6,1 % de crecimiento anual desestacionalizado en el período junio-noviembre) y de los servicios (8,5 % de avance anual en el período junio-noviembre) –sectores que, al haber recibido directamente los impulsos antes citados, fueron los de mayor desaceleración posterior– hasta el caso del componente de precios industriales del índice de precios al consumo, el cual, si se deduce la

aportación de los precios energéticos –artificialmente estabilizados a lo largo del año–, mostró una resistencia acusada a la desaceleración (12,4 % de incremento anual en el período junio-noviembre), apuntando, pues, al núcleo del proceso inflacionista de la economía

### 1. Índice de precios de consumo y principales componentes (\*)

(Variaciones de seis meses, elevadas a tasa anual)



(a). No alimenticios—no energéticos.

(b). Gasolina, gasóleo C, gas natural y ciudad, butano—propano y electricidad.

Fuente: INE.

española. Con todo, hay que señalar que, en el promedio del año, los componentes alimenticios y de servicios mostraron un crecimiento interanual superior al de los productos industriales no energéticos.

La evolución hasta el mes de noviembre confirma, por tanto, la hipótesis avanzada en anteriores informes de que el desarrollo de la tasa de inflación en la primera parte del año no reflejaba las tendencias inflacionistas subyacentes en nuestra economía. Dichas tendencias, que se mantuvieron por debajo de la inflación evidenciada por los precios al consumo en los primeros meses del año, mostraron, sin embargo, una gran rigidez a su reducción cuando el efecto de los componentes exógenos dejó de actuar, y ello a pesar del mantenimiento artificial del precio de los productos energéticos. Por el contrario, las revisiones salariales del ANE y el impacto de la caída del tipo de cambio de la peseta sobre el precio de los productos importados comenzaron a obstaculizar el retorno hacia una senda más baja de inflación.

La devaluación del tipo de cambio de la peseta y el encarecimiento de los productos energéticos acordados en el mes de diciembre supusieron, finalmente, un nuevo impulso al proceso inflacionista, que, si bien no afectará de modo apreciable a la tasa de crecimiento de los precios calculada en forma de media anual, situada en torno al 14,4 %, sí supondrá una aceleración importante en dicho mes, que condicionará, sobre todo, la evolución de los primeros meses de 1983.

En este sentido, el nuevo impulso inflacionario que ha recibido nuestra economía afectará, probablemente, a la tendencia subyacente antes referida, ya que incidirá sobre la formación de los costes futuros, tanto salariales —no sólo porque influya sobre la negociación inicial, sino también porque, en la medida en que sus efectos se derramen sobre los primeros meses de 1983, pueden poner en marcha, de nuevo, una cláusula de revisión semestral— como derivados de los inputs importados. Por tanto, si ya la tasa de inflación básica de nuestra economía se encontraba alejada de la que los países industriales habían alcanzado al finalizar 1982, el diferencial puede agudizarse peligrosamente tras este nuevo impulso, si las autoridades no adoptan una actitud muy beligerante.

**10.** De acuerdo con los distintos indicadores salariales disponibles, durante los nueve primeros meses de 1982 los salarios monetarios registraron una evolución de progresiva desaceleración. Así, el índice de salario/hora elaborado por el INE creció, en el período enero-septiembre de 1982, un 15,4 %, respecto a igual

período del año anterior, frente a un 21,4 % en el mismo período de 1981 respecto de 1980. También el índice de salario/persona se desaceleró, aunque con menor intensidad, desde un 17,1 % en 1981 hasta un 14,5 % en 1982 —tasas referidas, de nuevo, a los nueve primeros meses de cada año respecto a igual período del precedente—. Esta desaceleración en la evolución de los salarios de los sectores incluidos en la encuesta del INE se registró también en otros indicadores disponibles, como los jornales agrícolas o el índice de costes de la construcción, que durante los ocho primeros meses crecieron a ritmos inferiores a los del año precedente.

Sin embargo, durante los últimos meses del año, la tendencia a la desaceleración se invirtió como consecuencia de la entrada en vigor de la cláusula de salvaguardia del ANE. Aunque los datos disponibles hasta el momento no permiten valorar cuantitativamente sus efectos y, sobre todo, el calendario de su incidencia —ya que en los meses de revisión tendrá lugar un considerable incremento de carácter transitorio, debido a los atrasos correspondientes, seguido del incremento permanente propiamente dicho, inducido por la revisión—, cabe esperar un aumento en la tasa interanual media en cuantía igual a la de la propia revisión y una aceleración importante en la tasa de crecimiento a lo largo de los últimos meses. Las centrales sindicales han estimado la revisión media en 3,25 puntos sobre las tablas salariales de 1981, con una cobertura de afectados en torno a los tres millones de asalariados. Según esto, teniendo en cuenta la magnitud relativa del colectivo no beneficiado por la revisión automática y previendo una cierta amortiguación por la existencia de algunas reabsorciones, se puede estimar, tentativamente, que la aplicación de la cláusula de salvaguardia puede elevar la tasa de crecimiento del salario/persona de los sectores incluidos en la encuesta de salarios, entre dos puntos y dos puntos y medio porcentuales.

Cualquiera que sea la cuantificación que se haga de este fenómeno, es de suficiente importancia como para que se hagan algunas consideraciones sobre él. El tipo de cláusula de salvaguardia instrumentada en el ANE resulta sensible al perfil intra-anual del IPC. De hecho, la revisión salarial se instrumenta bajo el supuesto de una tasa de inflación prácticamente uniforme en los dos semestres del año. Según esto, el 7,80 % de aumento registrado hasta el mes de junio implicaría un 16,22 % de variación en el IPC desde diciembre de 1981 hasta diciembre de 1982, siendo esta la tasa de inflación que queda incorporada en el ajuste salarial para el cumplimiento de los objetivos fijados en términos de salarios reales por el ANE.

La experiencia de este año revela que este tipo de cláusula, al margen de su mayor o menor eficacia protectora de los salarios reales, tiende a convertir en permanente cualquier desviación sobre la senda prevista de inflación que tuviera, en principio, un carácter meramente transitorio. Como ejemplo, puede verse que, si la cláusula se hubiera aplicado en el mes de septiembre, en vez de en junio, la revisión salarial máxima que se deduciría de la misma habría sido de 1,3 puntos porcentuales, en lugar de los 3,42 puntos que supone su aplicación en junio. Desde este punto de vista, resulta indispensable la instrumentación de cláusulas de salvaguarda que, con igual eficacia protectora del nivel de salario real acordado, respondan únicamente a las desviaciones permanentes de la tasa de inflación registrada con respecto a la prevista en el momento de la negociación salarial.

Son bien conocidas las dificultades que plantean las informaciones disponibles sobre salarios. Ahora bien, de acuerdo con lo antes expuesto, es probable que la tasa de crecimiento de las ganancias salariales por persona en los sectores incluidos en la encuesta de salarios quede situada, durante 1982, entre el 16 % y el 17,5 %. A los sectores no incluidos en la encuesta —asalariados del sector agrario, asalariados que trabajan en empresas del sector no agrario con menos de diez empleados y trabajadores eventuales y a tiempo parcial— hay que atribuirles un menor dinamismo; la información disponible permite situar la tasa de avance del salario-persona correspondiente a estos colectivos entre 10 % y 12 %. Con lo que, ponderando por el número de asalariados, se obtiene un intervalo para la evolución de la tasa de crecimiento del salario-persona en todo el sector privado (incluyendo empresas públicas) comprendido entre el 14 % y el 15,7 %. Finalmente, teniendo en cuenta la evolución prevista para los salarios en las Administraciones Públicas, se obtiene una estimación del crecimiento del salario por persona empleada en el conjunto de la economía situada entre 13,3 % y 14,7 %.

11. La evolución coyuntural desfavorable, la reducción de los excedentes empresariales y el ensombrecimiento de las perspectivas sobre el futuro de la actividad productiva se reflejaron, durante la segunda mitad del año, en un comportamiento peor del **empleo**. Aunque para el conjunto de 1982 la evolución fue menos negativa que en el año precedente, los datos del tercer trimestre de la EPA supusieron un retroceso claro respecto del trimestre anterior. Dejando aparte el sector agrario —la población ocupada en la agricultura creció en el tercer trimestre—, la evolución de los sectores no agrarios respondió, en líneas generales, al comportamiento de la actividad en la segunda parte del año: el

empleo en los servicios registró un crecimiento positivo apoyado en el incremento del empleo del sector público; el de la construcción, aunque con retrocesos menores que en 1981, empeoró respecto del segundo trimestre; y el de la industria registró la caída más espectacular.

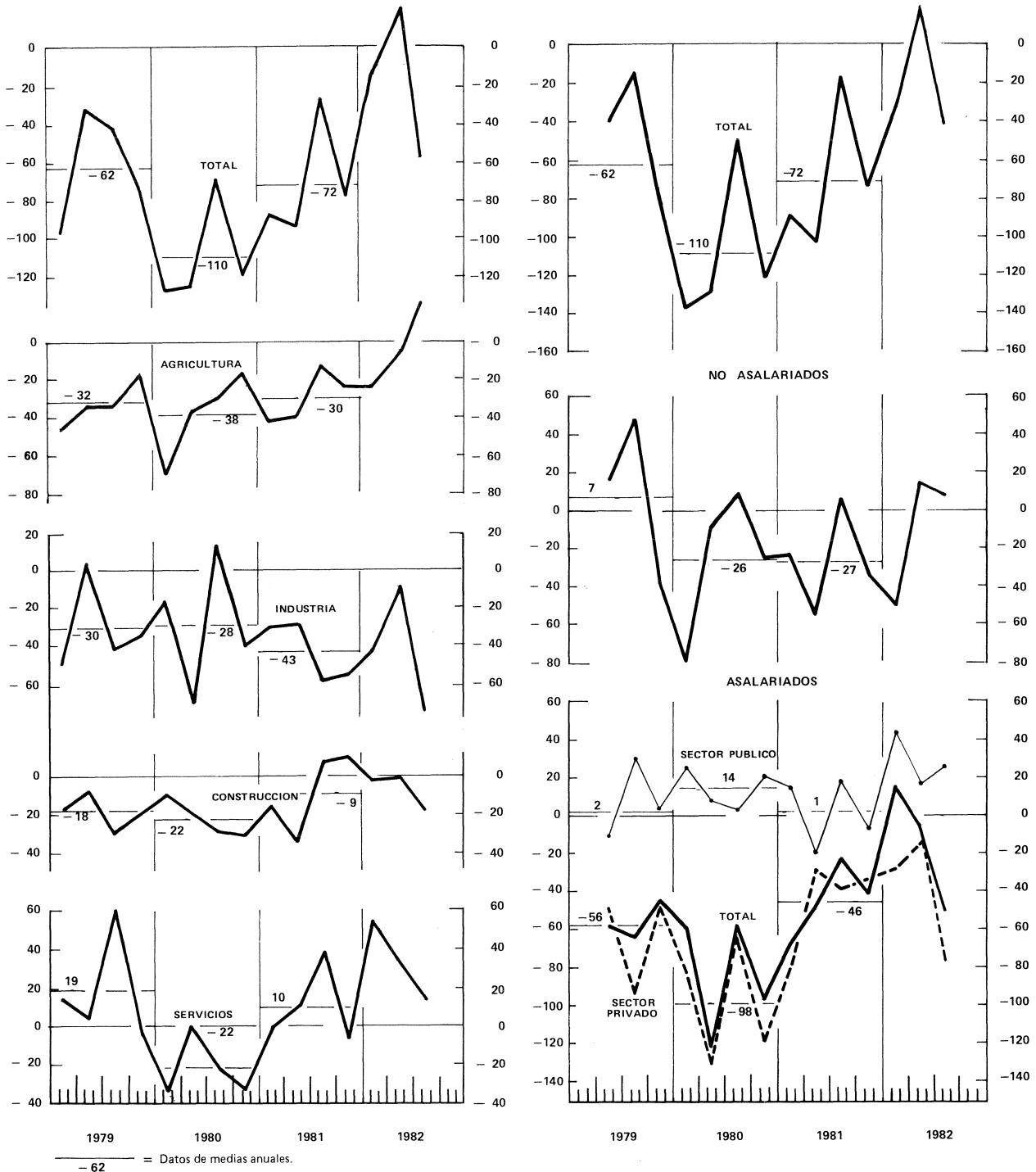
El empleo total de la economía disminuyó durante los tres primeros trimestres en 44.000 personas, lo que significa una media trimestral de 15.000 personas frente a la de 96.000 que registró el año anterior. Esta desaceleración en la caída del empleo fue posible, por una parte, gracias a la generación de puestos de trabajo en el sector servicios, originada en medida muy importante por el sector público, y, por otra, merced al comportamiento de la ocupación en la agricultura, cuyo empleo se redujo en 11.000 personas en los nueve primeros meses de 1982, frente a las 94.000 en que lo hizo en el mismo período del año precedente. El empleo de la industria continuó cayendo a ritmos tan fuertes como los del año 1981 (124.000 personas en los nueve primeros meses de 1982, frente a 117.000 en el mismo período de 1981) y la construcción redujo su ocupación en 12.000 personas (57.000 en el mismo período de 1981).

Por tipos de ocupación, la mencionada generación de empleo por el sector público (una media de 25.000 por trimestre) y la menor caída del empleo no asalariado (13.000 frente a 58.000 en los tres primeros trimestres de 1981) compensaron, en gran parte, la fuerte reducción de los asalariados del sector privado (106.000 frente a 138.000 en el mismo período del año anterior).

Durante los nueve primeros meses de 1982, el **paro** creció en 146.000 personas, alcanzando la cifra de 2.134.000 personas, lo que supone el 16,4 % de la población activa; y esta última, continuando con la tendencia iniciada en el año anterior, registró un crecimiento de 91.000 personas, lo que se tradujo en la reducción de sólo una décima en la tasa de actividad durante esos meses, esto es, del 48,3 % al 48,2 % respecto a la población mayor de 16 años. Así, pues, se confirma la tendencia apuntada en 1981, relativa a crecimientos del paro superiores a la caída del empleo como consecuencia del aumento de la población activa.

Las **previsiones** relativas al nivel de empleo medio anual sitúan su tasa de variación, durante 1982, entre -1,2 % y -1,3 %, con una caída, a lo largo del año, en torno a las 100.000 personas. El descenso del nivel de empleo medio sería el resultado de una caída en torno al 3 % del empleo en la agricultura, y, otra alrededor del

**2. Evolución del empleo (\*) (a)**  
 (Variaciones en miles de personas)



(a). Los dos gráficos superiores deberían ser coincidentes, pero la desestacionalización por suma de componentes distintos introduce algunas distorsiones poco significativas.

### 3. Evolución de la población activa

Miles de personas

	Cifras totales de cada trimestre				Variaciones trimestrales			
	1981 IV	1982 I	1982 II	1982 III	1982 I	1982 II	1982 III	1982 I+II+III
<b>1. Ocupados (1=1.1 a 1.4=1.5+1.6)</b>	<b>10.848</b>	<b>10.820</b>	<b>10.834</b>	<b>10.804</b>	<b>-28</b>	<b>14</b>	<b>-30</b>	<b>-44</b>
1.1. Agricultura	1.947	1.929	1.897	1.936	-18	-32	39	-11
1.2. Industria	2.875	2.833	2.825	2.751	-42	-8	-74	-124
1.3. Construcción	946	923	943	934	-23	20	-9	-12
1.4. Servicios	5.080	5.135	5.169	5.183	55	34	14	103
1.5. Asalariados (1.5=1.5.1+1.5.2)	7.605	7.631	7.625	7.574	26	-6	-51	-31
1.5.1. Sector privado	6.062	6.058	6.033	5.956	-4	-25	-77	-106
1.5.2. Sector público	1.543	1.573	1.592	1.618	30	19	26	75
1.6. No asalariados	3.243	3.189	3.209	3.230	-54	20	21	-13
<b>2. Activos marginales</b>	<b>83</b>	<b>74</b>	<b>60</b>	<b>72</b>	<b>-9</b>	<b>-14</b>	<b>12</b>	<b>-11</b>
<b>3. Parados (3=3.1+3.2)</b>	<b>1.988</b>	<b>2.063</b>	<b>2.039</b>	<b>2.134</b>	<b>75</b>	<b>-24</b>	<b>95</b>	<b>146</b>
3.1. Buscan primer empleo	750	747	769	834	-3	22	65	84
3.2. Anteriormente empleados	1.239	1.316	1.270	1.300	77	-46	30	61
3.2.1. Agricultura	113	122	107	105	9	-15	-2	-8
3.2.2. Industria	367	379	390	409	12	11	19	42
3.2.3. Construcción	352	383	355	355	31	-28	-	3
3.2.4. Servicios	407	432	418	431	25	-14	13	24
<b>4. Población activa (4=1+2+3)</b>	<b>12.919</b>	<b>12.956</b>	<b>12.933</b>	<b>13.010</b>	<b>37</b>	<b>-23</b>	<b>77</b>	<b>91</b>
<b>5. Inactivos y servicio militar</b>	<b>13.846</b>	<b>13.909</b>	<b>14.003</b>	<b>14.001</b>	<b>63</b>	<b>94</b>	<b>-2</b>	<b>155</b>
<b>6. Población mayor de 16 años (6=4+5)</b>	<b>26.765</b>	<b>26.865</b>	<b>26.936</b>	<b>27.011</b>	<b>100</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>246</b>

0,9 % en los sectores no agrarios. En estos, destaca el fuerte descenso de la población ocupada en la industria (en torno al 6 %), mientras que la caída en la construcción es más modesta (en torno al 1,2 %), y en los servicios se prevé un aumento alrededor del 2,2 % impulsado en gran medida por el crecimiento del empleo en el sector público. Para los asalariados del sector privado, se prevé una caída del 2,2 %, y, para el total de asalariados de la economía, se estima, finalmente, un descenso del 0,9 %.

12. De acuerdo con la información facilitada en el apartado 8, se ha previsto un **déficit comercial** para el año 1982 de 9.238 millones de dólares: 877 millones menos que en el año 1981.

Los movimientos de divisas anotados en el registro de caja del Banco de España referentes a los distintos renglones de las balanzas de servicios y transferencias que, fundamentalmente, son la fuente utilizada para elaborar las cuentas de la balanza de pagos sobre la base de las transacciones correspondientes, tuvieron hasta el mes de agosto una evolución que hizo estimar, para el conjunto de 1982, un superávit de servicios de 3.680 millones de dólares y otro de transferencias de 1.700 millones. Las cifras correspondientes a los meses de septiembre, octubre y noviembre han supuesto una ruptura en la evolución de estas series, debido, sin

duda, a los movimientos especulativos de adelantos y retrasos en pagos e ingresos, que han estado afectando al registro de caja en los últimos meses.

Aunque se espera que en diciembre se produzca una inversión en estos movimientos, resulta arriesgado, en el momento actual, estimar la cuantía de los mismos, así como detectar en qué medida, junto con los adelantos y retrasos especulativos, pueden haber coincidido otros factores que deberían haber alterado las previsiones que en su momento se hicieron. Según esto, se ha decidido mantener las estimaciones de meses atrás, cifrándose en 5.180 millones de dólares el superávit de servicios y transferencias, frente a 5.073 millones en el año 1981.

El resultado final para la **balanza por cuenta corriente** en 1982 es de un déficit de 4.058 millones de dólares -984 millones menos que en el año precedente-, déficit que podría sufrir alteraciones importantes en su distribución por componentes, tal como se ha indicado en el punto 8 de este informe.

La **balanza de pagos por cuenta de capital** continuó mostrando, a lo largo de octubre y noviembre de 1982, la debilidad en los ingresos netos de divisas que había caracterizado a los meses anteriores. Este fenómeno se manifestó con notable intensidad dentro del epígrafe



que recoge las operaciones a largo plazo del sector privado frente al exterior, por cuyo concepto se contabilizaron en los once primeros meses de 1982 unas entradas netas de divisas de tan sólo 188 millones de dólares, frente a unos ingresos netos de 3.450 millones en el mismo período de 1981. Tan exigua aportación, en términos netos, de este renglón de la balanza de capitales se debió tanto a una disminución de los ingresos netos de divisas por inversiones y créditos recibidos del exterior (2.111 millones de dólares en 1982 frente a 4.239 millones en 1981), como al fuerte crecimiento experimentado en las salidas netas por inversiones y créditos otorgados al resto del mundo (1.923 millones de dólares en 1982 frente a 789 millones en 1981). Una evolución similar, pero de menor intensidad, se manifestó también en el epígrafe correspondiente a las operaciones a corto plazo (en su mayoría, del sector privado) y en el que recoge la evolución de los pasivos exteriores netos del sector bancario. El primero registró, durante los once primeros meses de 1982, unos ingresos netos de divisas de 92 millones de dólares frente a los 231 millones registrados en igual período de 1981. Los pasivos exteriores netos del sistema bancario, por su parte, disminuyeron en 523 millones de dólares entre enero y noviembre del pasado año, cuando en esos mismos meses de 1981 habían aumentado en 68 millones de dólares, habiendo sido determinante en esta evolución el fuerte aumento de la posición en divisas de la banca delegada —como consecuencia de la ampliación de las posibilidades de realizar coberturas de operaciones a plazo mediante posiciones de contado— y, en menor medida, la retirada de fondos en pesetas convertibles por no residentes.

El único epígrafe de la balanza de capitales que tuvo un comportamiento distinto del que acaba de describirse fue el que se ocupa de registrar las operaciones a largo plazo del sector público, debido a la decidida actuación de las autoridades para paliar, ya que no contrarrestar, las consecuencias de la desmayada apelación crediticia del sector privado a los mercados internacionales. Los ingresos netos de divisas contabilizados en los once primeros meses de 1982 por operaciones públicas con el exterior, con vencimiento superior a un año, fueron de 934 millones de dólares (frente a 654 millones en igual período de 1981), cifra que se descompone en unos ingresos netos de 1.093 millones de dólares procedentes de préstamos obtenidos (683 millones en 1981) (1) y unas salidas de 159 millones por préstamos otorgados (29 millones en 1981).

---

(1) Estos datos incluyen la amortización de los créditos concertados con el FMI («oil facility» y «financiación compensatoria»), que en 1982 y 1981 supusieron unas salidas de divisas de 167 y 78 millones de dólares, respectivamente.

Añadiendo a los resultados anteriores los movimientos derivados de la asignación de derechos especiales de giro por el Fondo Monetario Internacional y de las partidas en curso de clasificación, los ingresos netos de divisas generados entre enero y noviembre de 1982 por la cuenta de capital en 1982 fueron de 755 millones de dólares frente a 4.462 millones de dólares en los mismos meses de 1981. Ello dio lugar a que, pese al menor déficit por cuenta corriente que se contabilizó en dicho período del pasado año, la caída de las reservas centrales de divisas durante el mismo fuese muy superior a la registrada en el correspondiente a 1981 (4.055 millones de dólares en 1982 frente a 522 millones de dólares en 1981).

Las razones de la débil pulsación de la balanza de capital en 1982 han sido descritas con profusión en informes anteriores, y no parece conveniente repetirlos aquí. Baste decir que, junto con factores de carácter institucional, como la aparición de los créditos sindicados a largo plazo en pesetas, se encuentran otros, como el encarecimiento en pesetas de la deuda exterior derivado de la depreciación de la peseta, que ejercerán una influencia duradera en el comportamiento de los prestatarios españoles. Un tercer grupo de causas, por el contrario, tiene un carácter más inmediato, lo que facilita su corrección en un breve lapso de tiempo. Entre estas últimas, están todas las relacionadas con las expectativas de devaluación del tipo de cambio de la peseta que pesaron en el ánimo de los prestatarios durante la mayor parte del año, o con la evolución de los diferenciales descubiertos entre los tipos de interés nacionales y extranjeros, que influyeron negativamente en la primera parte del mismo.

Conociendo la evolución de la balanza de capital hasta noviembre de 1982, no parece difícil establecer los resultados para el conjunto del año. El cuadro adjunto presenta un resumen de dicha previsión, según la cual, en 1982, los ingresos netos de capital a largo plazo se situarán entre 1.200 y 1.300 millones de dólares, mientras que los derivados de operaciones con vencimiento inferior al año serán del orden de 120-150 millones de dólares. Los pasivos exteriores netos de las instituciones bancarias, por su parte, disminuirán entre 250 y 350 millones de dólares, dependiendo del impacto de la devaluación, y los desfases en cobros y pagos, al compás de los mismos efectos, podrán originar unas salidas de divisas de entre 700 y 900 millones de dólares. La caída de reservas centrales se situará, por último, en 3.486 millones de dólares, de acuerdo con los datos disponibles sobre la evolución del mercado de la peseta en el mes de diciembre.

#### 4. Previsión de balanza de pagos en 1982

Millones de dólares USA

	1981	1982
<b>1. Balanza por cuenta corriente</b>	<b>-4.977</b>	<b>-4.058</b>
<b>2. Capital a largo plazo</b>	<b>4.254</b>	<b>1.250</b>
a) Privado	3.413	215
- Del exterior en España	4.319	2.200
<i>Inversiones</i>	1.822	1.550
<i>Créditos</i>	2.497	650
- De España en el exterior	- 906	-1.985
<i>Inversiones</i>	- 279	- 560
<i>Créditos</i>	- 627	-1.425
b) Público	841	1.035
- Del Exterior en España	864	1.200
- De España en el exterior	- 23	- 165
<b>3. Capital a corto plazo</b>	<b>112</b>	<b>135</b>
<b>4. Instituciones bancarias</b>	<b>545</b>	<b>- 300</b>
<b>5. DEG asignados</b>	<b>73</b>	<b>-</b>
<b>6. Variación de reservas</b>	<b>781</b>	<b>3.486</b>
<b>7. Partidas no clasificadas y desfases</b>	<b>- 788</b>	<b>- 513</b>
a) <i>Partidas no clasificadas</i>	- 402	- 431
b) <i>Desfases contables</i>	505	800
c) <i>Desfases en cobros y pagos</i>	- 891	- 882

**13. El tipo de cambio** al contado de la peseta mantuvo, durante 1982, la tendencia decreciente en su valor medio ponderado que se inició a mediados de 1979. Ahora bien, así como en los años anteriores la caída de la peseta se había producido en un contexto exento de presiones especulativas, durante el que acaba de terminar la peseta se vio sometida a un fuerte ataque, que se acentuó a partir de septiembre. La intervención de las autoridades —muy intensa en los meses de febrero, marzo y mayo, así como entre septiembre y noviembre— no consiguió cortar las expectativas de los operadores que apostaban por una mayor pérdida de valor de la peseta. Los argumentos en que se basaba esta postura eran muy diversos, abarcando desde los de orden puramente económico a los de carácter político. Entre los primeros, cabe destacar la opinión extendida de que el tipo de cambio efectivo real de la peseta se encontraba excesivamente apreciado, circunstancia que se manifestaba de forma especial respecto a las monedas europeas y que se acentuó con las devaluaciones del franco francés y la corona sueca. A ello ha de sumarse la aparición de signos de empeoramiento en el saldo corriente de la balanza de pagos, en parte fomentados por la propia ola especulativa. Y, dentro de los segundos, no puede desdeñarse el efecto demostración que las dos devaluaciones antes citadas produjeron en los operadores, al haber sido establecidas por gobiernos del mismo signo del que acababa de ganar las elecciones en España.

Por otra parte, la situación a la que se enfrentaban las autoridades monetarias españolas era de una clara in-

fravaloración de la peseta frente al dólar USA y de una sobrevaloración respecto a las monedas europeas. Ambos desequilibrios podrían haberse visto corregidos suavemente, de haberse producido la esperada caída del dólar USA en los mercados cambiarios. Pero la prolongada fortaleza del dólar USA frente al resto de las monedas arrojaba cada día mayor incertidumbre sobre esta posibilidad.

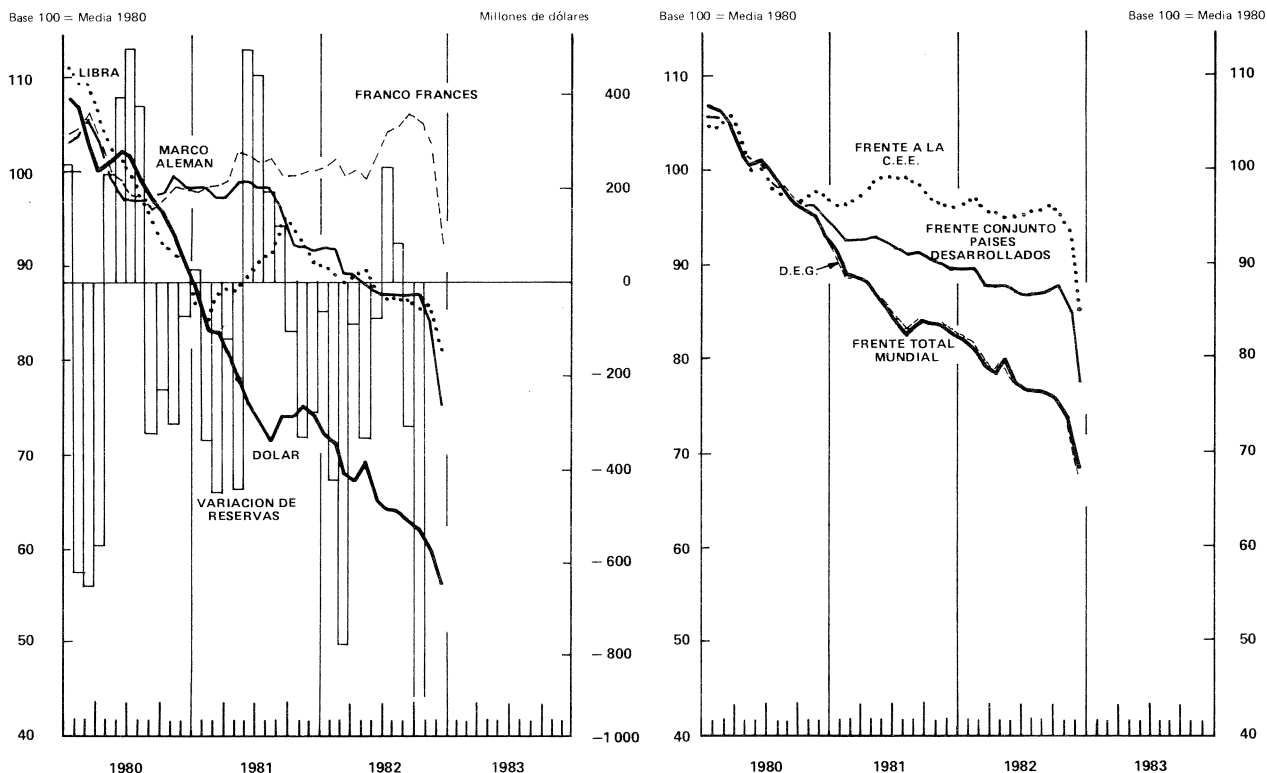
Ante estas circunstancias, las autoridades españolas decidieron devaluar el tipo de cambio de la peseta en un 8 %, con efectividad el 6 de diciembre de 1982. Con ello se pretendía, por un lado, cortar la ola especulativa, y, por otro, recuperar parte de la competitividad perdida frente a Europa en los últimos cinco años y medio, aun a riesgo de incurrir en una mayor infravaloración frente al dólar USA, situación esta última que se corregiría, sin embargo, a medida que se produjese la esperada caída de esta moneda en los mercados internacionales.

Desde el primer día posterior a la devaluación, se pudo apreciar un cambio en la orientación del mercado, que se vio favorecida por la prohibición a la banca de realizar operaciones de compraventa de divisas con no residentes por plazo inferior a dos días. El Banco de España se vio obligado a intervenir en el mercado al contado, a partir de la fecha de la devaluación, habiendo comprado más de 1.650 millones de dólares durante el resto del mes. La aportación de esta actuación a la cifra de reservas exteriores de divisas se ha visto disminuida, sin embargo, por el impacto negativo de los vencimientos de las operaciones a plazo.

El cambio de orientación se manifestó también en el mercado a plazo de la peseta, cuyo descuento, a tasa anual, después de haberse situado en noviembre por encima del 13 % en el tipo a un mes, disminuyó a niveles situados entre el 7 % y el 8 % a finales de diciembre. La evolución más espectacular se hizo sentir en el mercado de Londres, donde, como se puede ver en el gráfico adjunto, desapareció prácticamente el descuento intrínseco de la peseta.

En resumen, entre el comienzo y el final de 1982, el tipo de cambio al contado de la peseta se depreció, en términos medios ponderados, un 14,7 % frente a los países cuyas monedas se cotizan en España, y un 13 % respecto a las monedas de la CEE. Respecto al dólar USA, la peseta se depreció un 22,5 % a lo largo de 1982. Por su parte, el comportamiento posterior a la devaluación puede resumirse diciendo que, en los días siguientes al de dicha medida hasta la terminación del año, el valor medio ponderado de la peseta no varió respecto a los países cuyas monedas se cotizan en el mercado español, y se depreció un 0,2 % en relación al Mercado

### 3. Índices de cotización al contado (a) y del tipo de cambio efectivo de la peseta (b) y variación de reservas (c)



(a). Índice de la media mensual de los datos diarios de los cambios oficiales comprador y vendedor, respecto de los cambios medios de 1980.  
 (b). Media geométrica, ponderada por la media del comercio exterior español del período 1979 - 1981, de las variaciones de la cotización al contado de la peseta respecto de las monedas de los países correspondientes a cada índice. La caída del índice, significa una depreciación media ponderada de la peseta, frente a las monedas que lo componen y viceversa.  
 (c). No incluye variaciones debidas a modificaciones en la valoración de las reservas de oro.

Común, habiéndose apreciado, por el contrario, frente al dólar USA en un 1,2 %.

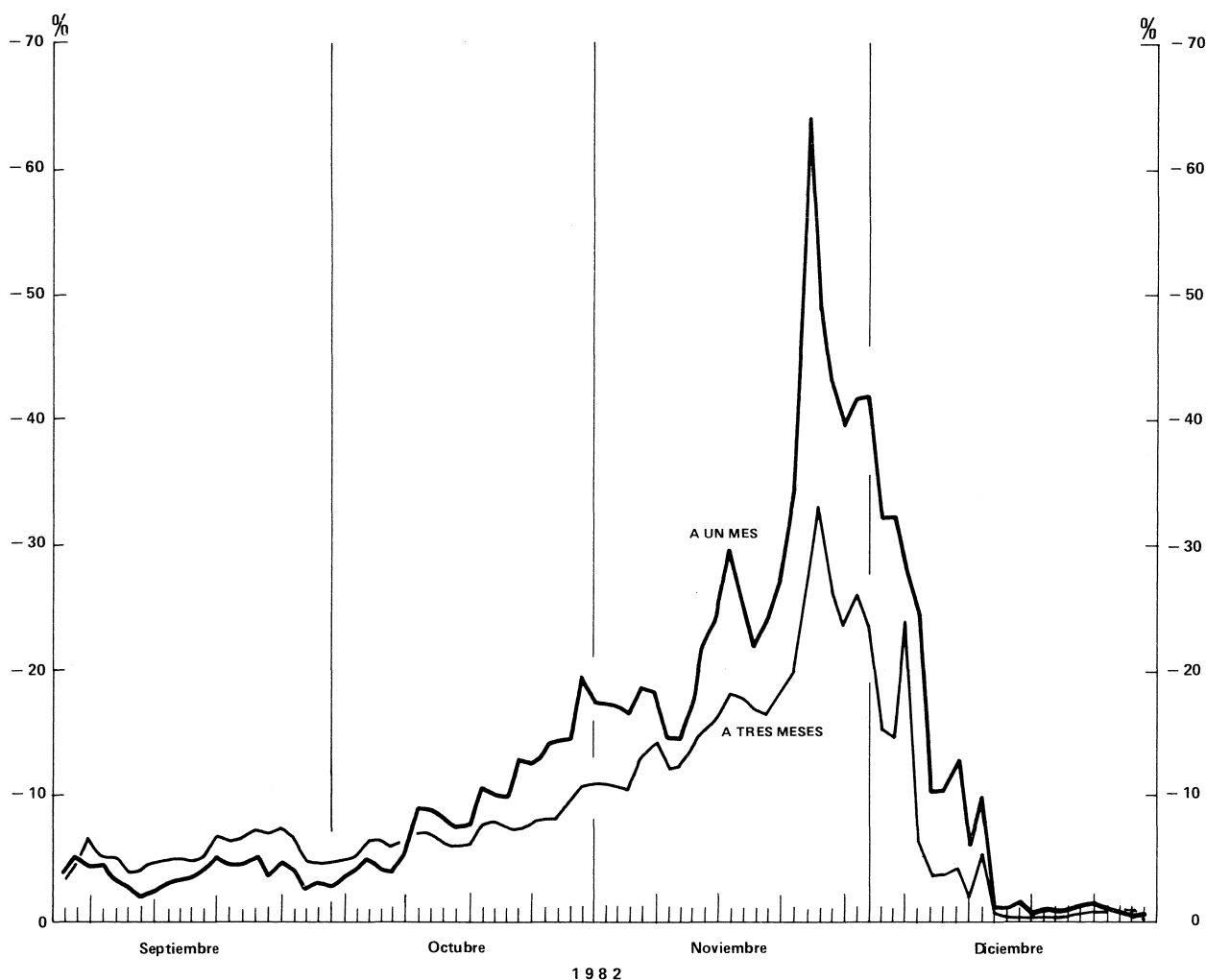
El tipo de cambio a plazo de la peseta se depreció también, lógicamente, a lo largo de 1982; así, el tipo a un mes frente al dólar USA pasó de 97,55 ptas/\$ a 126,45 ptas/\$, registrando, por tanto, una depreciación del 22,9 %, superior a la depreciación del tipo de cambio al contado. Ello redundó en un aumento del descuento de la peseta desde un nivel aproximado del 2,5 % (anualizado), a finales de 1981, hasta un 8 % (anualizado), a finales de 1982. Este nivel no es, sin embargo, el más elevado del año, ya que la devaluación de la peseta se dejó sentir con una menor intensidad en el tipo de cambio a plazo, produciéndose la consiguiente reducción del descuento a plazo de la peseta. Esto permitió que, a pesar de haber disminuido los tipos de interés españoles a un mes al compás de los del eurodólar a igual plazo —e incluso con mayor rapidez—, el diferencial cubierto entre unos y otros cayese desde un nivel que oscilaba en torno al 3 % en los

días anteriores a la devaluación, hasta el 1 % con que finalizó el año.

El tipo de cambio efectivo real de la peseta, medido por los precios al consumo, registró frente a los países cuyas monedas se cotizan en Madrid, durante los diez primeros meses de 1982, una evolución en dientes de sierra que lo llevó a situarse, en octubre de ese año, ligeramente por encima del nivel registrado en diciembre de 1981. Durante los dos últimos meses del año, el tipo de cambio efectivo real se depreció con cierta intensidad, especialmente, como es lógico, en el mes de diciembre, situándose, en dicho mes, según las últimas previsiones, un 9 % por debajo del valor registrado en diciembre de 1981.

Respecto al Mercado Común, el tipo de cambio efectivo real registró, a lo largo de los diez primeros meses de 1982, una apreciación del 2,8 %, superior a la registrada frente a los países desarrollados. Durante los meses de noviembre y diciembre de 1982, sin em-

4. Premio (+) o descuento (-) «intrínseco» de la peseta a uno y tres meses en el mercado de Londres (a) frente al dólar USA



(a). Porcentaje elevado a tasa anual. Se denomina descuento "intrínseco" de la peseta a la diferencia entre el descuento a plazo de la peseta frente al dólar USA y el diferencial de intereses entre ambas monedas.  
Fuente: Financial Times y elaboración propia.

bargo, el índice se depreció en un 9,8 %, hasta situarse, al término de dicho año, en un 7,3 % por debajo del nivel de diciembre de 1981.

14. A pesar de las dificultades y reservas con que ha de emprenderse la estimación del déficit de las Administraciones Públicas durante el año 1982 (1), parece

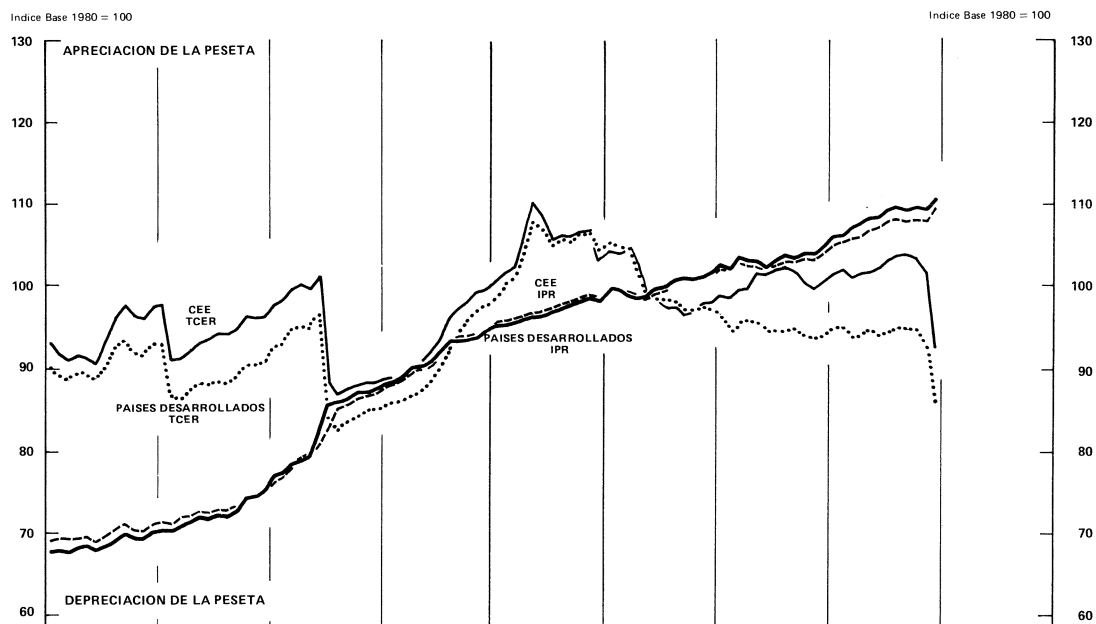
(1) A las deficiencias y retrasos habituales en la información estadística —entre las que hay que señalar la pérdida de información relacionada con el proceso de autonomías territoriales— se suman ahora las perturbaciones producidas por las elecciones, el cambio de Gobierno y variaciones de criterios, respecto de la experiencia pasada, en el cierre de ejercicio, dentro de la normativa vigente, que se expresan en: una

fuera de toda duda que éste experimentó un fuerte aumento al pasar de 618 m.m. en 1981 a un nivel probablemente situado por encima de los 1.100 m.m. durante 1982. A ello ha contribuido tanto la caída experimen-

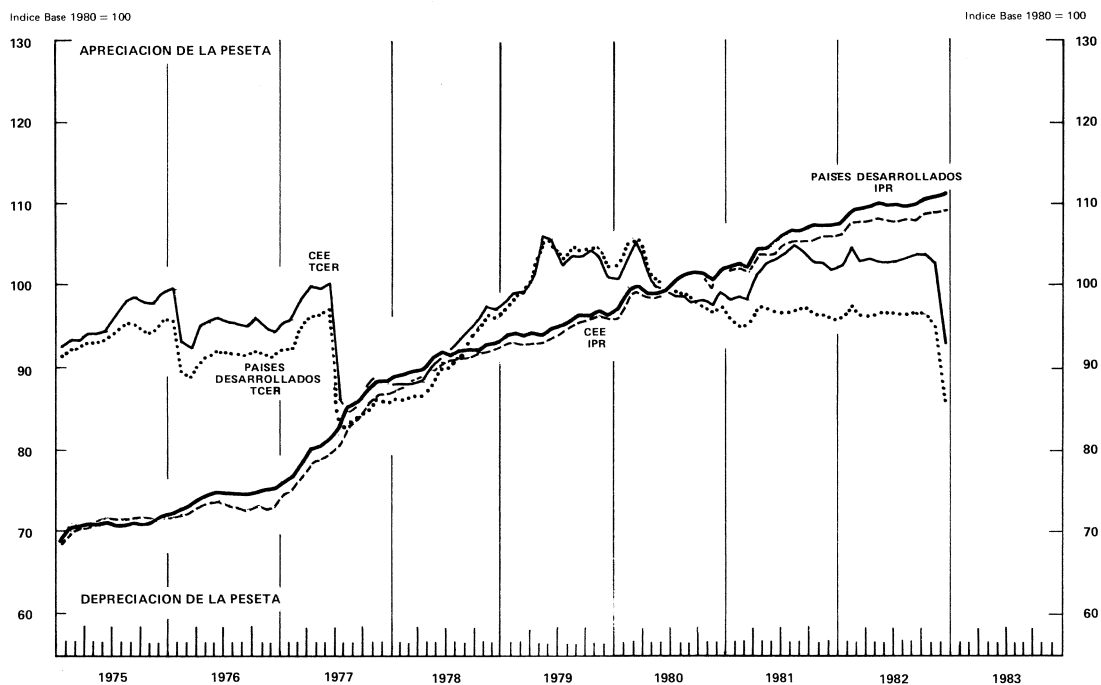
modificación del sistema de regularización contable aplicado a impuestos retenidos por la Seguridad Social y que no fueron ingresados en el Estado en 1980 y 1981, que ahora afloran en dichos años con el consiguiente aumento del déficit contable en 1982; en el ingreso de los impuestos especiales de petróleo a realizar por CAMPSA en los primeros días de enero cuando era habitual su ingreso en el mes de diciembre; y, en fin, en un aumento de pagos por inversiones militares y por Seguridad Social en los últimos días del año por encima de lo previsto. Todo ello afecta al déficit contable del ejercicio en unos 220 mil millones de pesetas.

## 5. Índices de precios relativos (a) y del tipo de cambio efectivo real (b) (c)

### A) CON PRECIOS AL CONSUMO



### B) CON PRECIOS INDUSTRIALES



(a). Relación entre el índice de precios de España, indicado en cada caso y la media ponderada por la media del comercio exterior de España del periodo 1979 - 81, de los índices de precios respectivos de los países correspondientes a cada grupo indicado.

(b). Resultado de multiplicar el índice de precios relativos de España por el índice tipo de cambio efectivo de la peseta. La caída del índice refleja una depreciación del tipo de cambio real y por consiguiente una mejora en la competitividad de los productos españoles y viceversa.

(c). Los datos representados corresponden al Cuadro XIII-30 del Boletín Estadístico del Banco de España.

tada por el ritmo de avance de los ingresos no financieros (en torno a un 13 % en 1982, frente a 17,8 % en 1981) como la aceleración de los gastos del mismo carácter, cuya tasa de avance (cercana al 21 %) superará, de manera sensible, la registrada en 1981 (19,5 %).

De acuerdo con las estimaciones del PIB para 1982, los ingresos, los pagos y el déficit previstos representan, respectivamente, un 29,9 %, 36,3 % y 5,8 % (1) de aquella magnitud, mientras que, en 1981, los mismos fueron del 30,5 %, 34,7 % y 3,6 %.

La desaceleración de los ingresos públicos fue acompañada de un reforzamiento en la tendencia a la redistribución de los ingresos impositivos desde impuestos directos a impuestos indirectos y del mantenimiento de un crecimiento moderado de las cotizaciones. Así, se estima que los impuestos sobre la renta y el patrimonio crecieron en torno a un 10 % (14,4 % en 1981), mientras que los ligados a la producción y al tráfico exterior aumentaron en un 14-15 % (28,7 % en 1981). Tal diferencia de crecimiento no estaba contemplada en el presupuesto de 1982, sino que es una consecuencia de una evolución más desfavorable que la prevista en los impuestos directos y más favorable en el caso de los indirectos. Las cotizaciones sociales efectivas crecieron en un 11,5 %, tasa inferior al 13,3 % de 1981. En ellas, no obstante, se producen modificaciones internas de alguna significación.

En los impuestos sobre la renta y el patrimonio, se puede estimar una distribución entre los que soportan las personas físicas y los que gravan a las sociedades, que determinaría un incremento del 7 % del de aquéllos y de un 18 % del de éstos.

En los impuestos indirectos, los ligados a la producción crecieron un 11 %, y un 30 % los relacionados con las importaciones. En aquéllos, resalta el fuerte aumento del ITE (en torno a un 42 %), después del intenso crecimiento del año anterior (61,4 %). En ambos años, tal evolución se explica fundamentalmente por las elevaciones del tipo impositivo, aparte de algunas otras modificaciones legales. Los ingresos por transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados se han recuperado con un aumento del 10 %, tras la caída del 2,9 % en 1981, relacionada con el traspaso, en 1980, de algunos hechos impositivos al ITE. Los impuestos sobre el consumo crecen moderadamente (8,0 %), reflejando una caída de los impuestos especiales sobre el petróleo y sus derivados.

---

(1) A tenor de lo antes expuesto, este último porcentaje podría ser superior.

En cuanto a los ingresos por cotizaciones, con información disponible hasta el mes de septiembre, se estima que el aumento del 11,5 % de las efectivas es el resultado de: un aumento moderado (del 7,5 %) de las satisfechas por empleadores y trabajadores por cuenta ajena (10,9 % en 1981), que refleja la reducción del tipo de cotización del régimen general desde el 33,1 % en 1981 hasta el 32,1 % en 1982; de un aumento del 10 % de las de los trabajadores autónomos; de un comportamiento aún más desfavorable de las cotizaciones para otras contingencias tales como accidentes de trabajo y enfermedades profesionales; y del apreciable crecimiento del 54 % de las cotizaciones por desempleo derivado de una modificación al alza de los tipos aplicables, que pasaron del 4,0 % en 1981 al 5,2 % en 1982.

Es en el terreno del gasto público donde las dificultades de estimación resultan mayores. Ya se ha expuesto en el epígrafe 7 la contribución significativa del gasto del sector público al crecimiento de la demanda interior. En 1981, se produjo, como en los dos años precedentes, una redistribución del gasto público a favor de los gastos de inversión y en detrimento de los gastos corrientes; pero dicha redistribución fue mucho menos intensa que en 1981, tanto porque se registró una aceleración de los gastos corrientes (20 % en 1982, frente a 16,6 % en 1981) como porque se produjo una caída de ritmo de avance de los gastos de capital (29 % en 1982, frente a 41,1 % en 1981).

Dentro de los gastos corrientes, sólo las remuneraciones de personal experimentaron una desaceleración (13,5/14,0 % en 1982, frente a 17,1 % en 1981), como consecuencia de la moderación de los salarios. Las compras de bienes y servicios registraron una aceleración muy fuerte (30 % en 1982), y también los gastos de transferencia aumentaron de forma notable su tasa de avance anual.

Al avance de los gastos de transferencia contribuyeron el fuerte aumento de las subvenciones de explotación, con tasas cercanas al 32 %, y el crecimiento muy sensible de los pagos de intereses (45,5 %), explicable por el creciente endeudamiento de las Administraciones Públicas y por el alza del nivel medio de los tipos de interés. Las transferencias corrientes de otra naturaleza —premios de lotería y quinielas, principalmente— experimentaron un crecimiento más moderado. Y, finalmente, se estima que las prestaciones sociales pueden registrar crecimientos superiores al 20 %, a pesar de la moderación de los gastos de protección al paro registrada como consecuencia de la Ley Básica de Empleo, ya que se esperan importantes ritmos de avance de las otras partidas.

La totalidad del déficit global de las Administraciones Públicas, corresponde, prácticamente, al Estado. La distribución tiene, con todo, escasa relevancia, ya que las importantes transferencias que parten del Estado hacia el resto de las instituciones determinan que se refleje en las cuentas del Estado la magnitud global del déficit de las AA.PP.

15. La programación de la **política financiera** para el año 1982 se inscribió dentro del marco de compromisos adquiridos en el Acuerdo Nacional de Empleo. Se pretendía atender a un crecimiento notable de los gastos de inversión y redistribución del sector público, y asegurar, al tiempo, una expansión de la financiación al sector privado por encima del ritmo de inflación previsto. Se diseñó, para ello, una senda de crecimiento anual de  $M_3$  del 15,5 %, posteriormente fijada en el 16,0 %, que, teniendo en cuenta un incremento esperado de otros activos líquidos en manos del público de un punto porcentual complementario, implicaba un ritmo notable de avance monetario.

Este grado de expansión de la liquidez respondía a la previsión de un incremento modesto, pero sostenido, de la actividad real (1,5 % a 2,5 % del PIB), y era compatible con una reducción de los desequilibrios externos e internos bajo los supuestos de que se registrase durante el año una cierta revitalización del comercio internacional, un entorno financiero exterior no crispado y una amortiguación de las tensiones internas de precios que acompañase a la moderación salarial inicialmente pactada.

Durante el primer cuatrimestre del año 1982, se experimentó un avance por encima del programado para  $M_3$ , alentado por el crecimiento del recurso del sector público, por la intensa expansión de la financiación concedida por el sistema crediticio al sector privado, en respuesta a un incremento del ritmo nominal del gasto interior, y por desplazamientos menores de los esperados de las carteras del público hacia otros activos líquidos. Durante este período, la situación de los mercados financieros internacionales continuó tensa, manteniéndose tipos de interés elevados y tendencias a la apreciación del dólar estadounidense. Se recrudecieron, al tiempo, presiones inflacionistas internas afectadas por factores irregulares y no disciplinadas por la política monetaria, que se venía mostrando distendida desde el otoño de 1981. En este contexto, se desarrolló un proceso de sustitución de financiación exterior por financiación interior, que afectó a los mercados cambiarios, teniendo que aceptar el Banco de España un proceso de constante deslizamiento de la peseta frente al dólar.

La evidencia de estos desequilibrios forzó una actuación de rectificación después de la Semana Santa, que

frenó el avance de  $M_3$  y elevó notablemente los tipos de interés internos, durante los meses de mayo y julio; y la paralización del recurso de las Administraciones Públicas al sistema crediticio ayudó a un ajuste rápido de los ritmos de expansión monetaria.

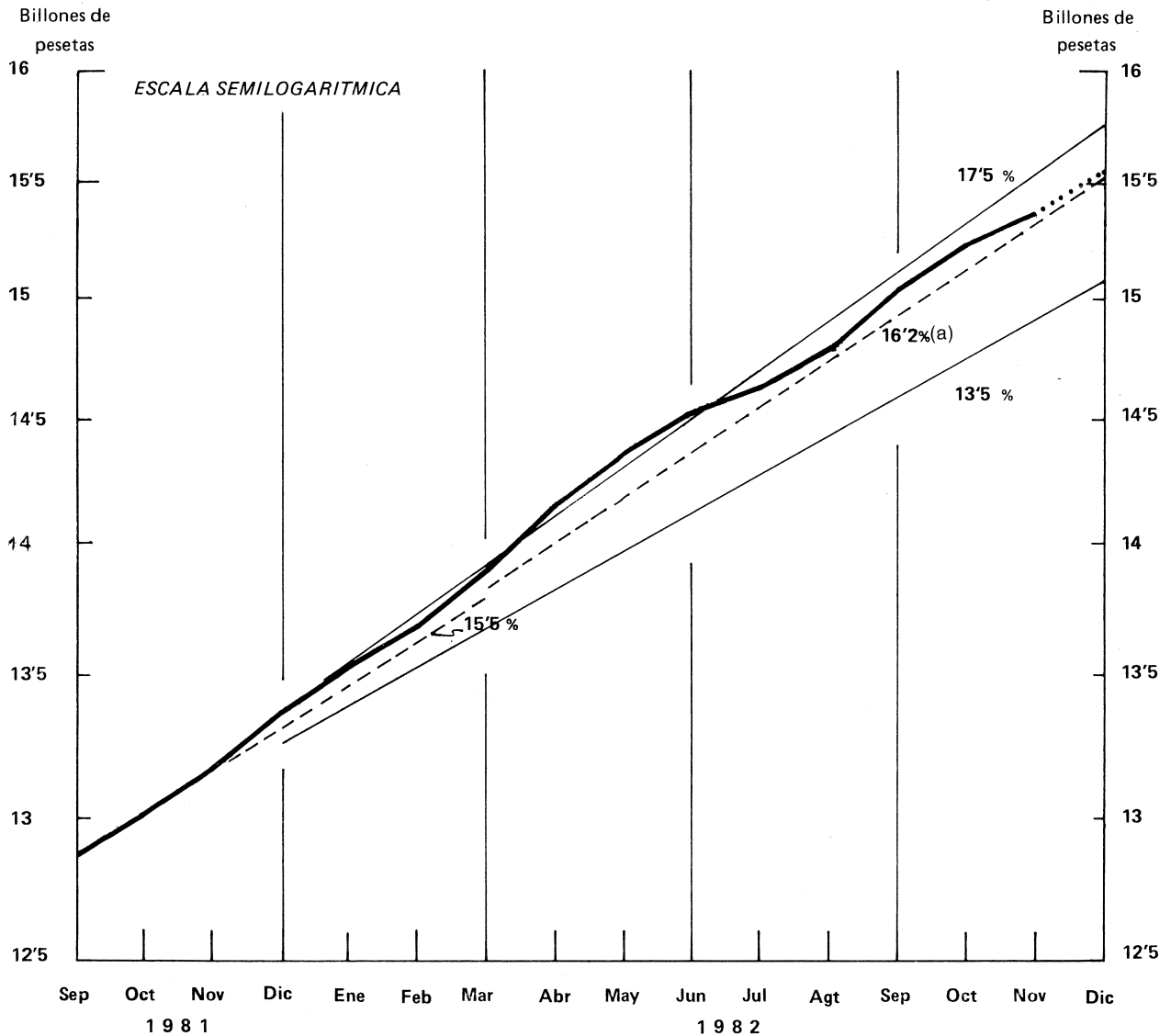
En los meses del verano, la Reserva Federal adoptó una política menos restrictiva, a la vista de los logros alcanzados en la reducción de los ritmos de inflación. Y en los mercados monetarios interiores se asistió a un descenso de los tipos de interés, reflejo de la caída del ritmo de expansión de los activos rentables del sistema bancario. La autoridad monetaria quiso aprovechar la ocasión para deslindar los plazos de los distintos instrumentos de deuda pública a corto plazo, y, con el fin de no provocar tensiones alcistas en los tipos de interés, permitió una pérdida transitoria del control monetario. Esta actuación sentó las bases para que se desarrollase en el otoño un nuevo episodio expansivo de las disponibilidades líquidas, que coincidió con nuevas presiones contra la peseta en los mercados cambiarios y con un proceso de revisión de las expectativas de inflación interna, suscitado por las incertidumbres abiertas durante el período electoral.

El Banco de España, tratando de imponer un límite a estos desequilibrios, volvió a adoptar una actitud de firmeza, abriendo los diferenciales descubiertos de los tipos de interés y frenando el crecimiento de  $M_3$ . Esta política amortiguó la especulación contra la peseta, disciplinó los mercados financieros y sentó las bases para que el nuevo gobierno, tras un ajuste en el cambio de intervención del dólar y la elevación de un punto en el coeficiente de caja, definiera sus objetivos de política monetaria para el año 1983.

El año 1982 se ha cerrado con un crecimiento de las disponibilidades líquidas del 16,1 %. El logro de este objetivo, sin embargo, se ha realizado dentro de un contexto de atonía del comercio exterior, crispación de los mercados financieros internacionales, baja pulsación de la actividad y avivamiento de las tensiones inflacionarias interiores, que han significado una mutación sustancial del contexto de la política financiera. Se ha puesto de nuevo de manifiesto el creciente grado de dependencia de la política económica con respecto de la evolución internacional y la dificultad de llevar adelante la política monetaria en un entorno de déficits crecientes del sector público, ya que restan autonomía y añaden grados de contundencia e irregularidad a la actuación de la autoridad monetaria, si ésta mantiene firmes sus objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero.

Las previsiones sobre emisiones en los mercados de capitales y sobre sustitución de depósitos por otros

**6. M<sub>3</sub> y objetivos de crecimiento**  
(Medias mensuales de datos diarios)



(a) Equivalente al 16 % sobre el dato de diciembre de 1981.

activos financieros se han cumplido en gran medida. No se pudo prever, sin embargo, la aparición de los títulos hipotecarios, que han alcanzado un intenso desarrollo en los últimos meses del año, emitidos, principalmente, por las cajas de ahorro —se prevén unas colocaciones de 92 m.m.—. No obstante, resultaron ajustadas tanto la previsión sobre los excesos de oferta en los mercados de valores computables, como las elevaciones esperadas en los tipos de rendimiento a largo plazo que estos desequilibrios iban a desencadenar.

Los supuestos sobre evolución de la balanza de pagos que sustentaron el diseño de la política monetaria han quebrado ampliamente. Latía en ellos la expectativa de una recuperación paulatina de la economía mundial y de una amortiguación de las tensiones inflacionistas internas tal, que sólo sería necesario un descenso moderado del tipo de cambio efectivo de la peseta. Esta suposición, unida a la hipótesis de que el dólar y los tipos de interés a él ligados habían alcanzado un techo en los mercados internacionales, permittían esperar un flujo importante de capital privado exte-

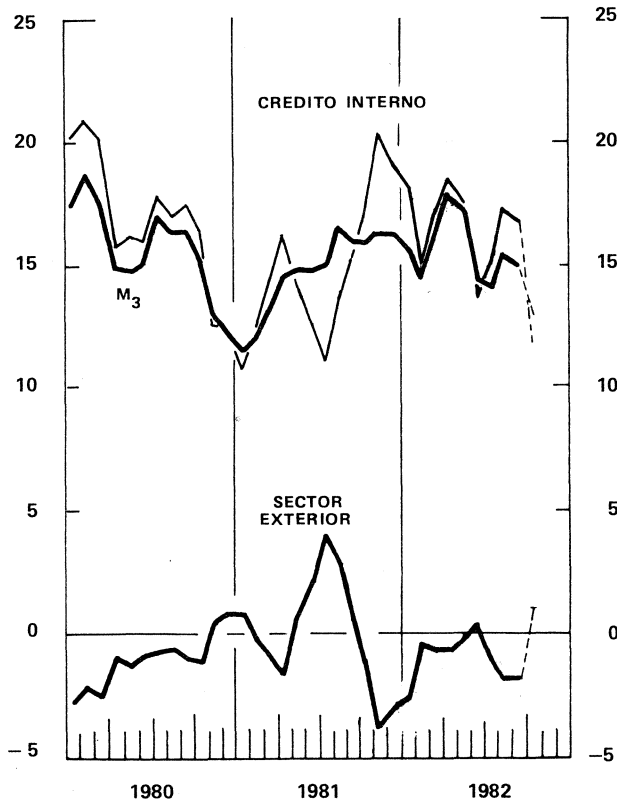


rior, si la política española mantenía una postura de disciplina en las condiciones financieras. Las hipótesis sobre la evolución de los mercados exteriores no se cumplieron, y la autoridad monetaria, presionada por la necesidad de financiar unos déficit públicos muy elevados y centrados en el primer semestre del año, aceptó un crecimiento importante del crédito interno en este período, que se tradujo en un desequilibrio grave de la balanza básica y en una depreciación continuada del tipo de cambio frente al dólar.

Se ha estimado que se cerrará el año 1982 con un déficit de la balanza por cuenta corriente de 4.058 millones de dólares. Dado que las entradas netas de capital público y privado a largo plazo difícilmente alcanzarán los 1.000 millones de dólares, se han cifrado las salidas de reservas en 3.486 millones de dólares, una vez ajus-

### 7. Evolución de las disponibilidades líquidas y contribución de sus contrapartidas

$T_3^3$  (a) (\*)



(a). Tasas de variación intermensuales expresadas en equivalente anual de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. La equivalencia anual de las tasas intermensuales se obtiene multiplicándolas por 12, pues el procedimiento tradicional de elevarlas a 12ª potencia, que da lugar a tasas ligeramente más altas y variables, no es compatible con la agregación de tasas ponderadas.

tadas por los movimientos de reversión de las posiciones en moneda extranjera, asociados a la depreciación de la peseta y a la prohibición impuesta a bancos y cajas de realizar operaciones en el mercado de divisas al contado con fecha valor un día después.

Los supuestos que se realizaron sobre necesidades de financiación de las Administraciones Públicas no contemplaban un déficit tan abultado y, sobre todo, no preveían una estacionalidad tan acusada en su evolución. Al cierre del año 1982, se estima que el déficit de caja (1) del sector público habrá alcanzado un valor en torno a los 913 m.m. A esta cantidad hay que añadir 129 m.m., producto del descubierto entre dotaciones y cédulas por inversión emitidas que ha habido que atender en los mercados financieros. Los fondos exteriores cubrirán 94 m.m. Aproximadamente, 250 m.m. se habrán obtenido en los mercados de valores, y el resto habrá pesado sobre el sistema crediticio, que aumentará su financiación del sector público en un 36 %, cifrándose el incremento del recurso del Tesoro al Banco de España en 752 m.m.

A partir del conjunto de previsiones esbozadas sobre la evolución del sistema financiero, de la balanza de pagos y de la financiación a las Administraciones Públicas, se ha estimado una tabla de flujos financieros del «sector privado» en 1982, que aparece en los cuadros adjuntos. Puede apreciarse en ella cómo han crecido notablemente las colocaciones del sector privado, resaltando la diversificación, cada vez más acusada, desde disponibilidades líquidas hacia títulos del mercado monetario y depósitos no monetarios. Se estima, sin embargo, que la expansión de la financiación recibida por el «sector privado» ha sido mucho menos apreciable y ha estado dominada por el incremento de los créditos recibidos en pesetas del sistema financiero y por los efectos endosados por el sistema bancario.

Como consecuencia del notable crecimiento de los activos y de la moderada expansión de los pasivos, se ha experimentado, en el año 1982, un avance espectacular del préstamo neto otorgado por el «sector privado» al resto de los sectores, que alcanza un valor estimado de 538 m.m., habiéndose registrado, en 1981, un flujo de 61 m.m. Este excedente, unido al ahorro proveniente del exterior, cifrado en 450 m.m., cubre las necesidades de financiación del sector público y del

(1) Se entiende aquí, como tal, la financiación neta recibida en los mercados de valores, en el exterior y en el sistema crediticio. La diferencia entre ésta y el saldo de la cuenta de capital, al que se hace referencia en el punto 13, está constituida por operaciones financieras con el sector privado, adelantados y retrasos en cobros y pagos, operaciones transitorias, moneda metálica y discrepancias estadísticas.

## 5. Presupuesto de caja del Sector Público: Financiación

	1981				1982			
	Total	Estado y OO.AA.	Seguridad Social	Entes territoriales	Total	Estado y OO.AA.	Seguridad Social	Entes territoriales
OPERACIONES NO FINANCIERAS								
<b>Déficit de caja (a)</b>	<b>665,8</b>	<b>524,1</b>	<b>96,4</b>	<b>45,3</b>	<b>913</b>	<b>972</b>	<b>-66</b>	<b>7</b>
FINANCIACION								
<b>Crédito oficial</b>	<b>-120,0</b>	<b>-120,0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-129</b>	<b>-129</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Dotaciones	-230,0	-230,0	-	-	-259	-259	-	-
Cédulas I	110,0	110,0	-	-	130	130	-	-
<b>Sector Exterior</b>	<b>62,9</b>	<b>54,3</b>	<b>-</b>	<b>8,6</b>	<b>94</b>	<b>86</b>	<b>-</b>	<b>8</b>
Préstamos brutos	84,9	75,3	-	9,6	135	125	-	10
Amortizaciones	- 22,0	- 21,0	-	- 1,0	- 41	- 39	-	- 2
<b>Mercado de Valores (b)</b>	<b>128,8</b>	<b>92,4</b>	<b>-4,6</b>	<b>41,0</b>	<b>249</b>	<b>194</b>	<b>-</b>	<b>55</b>
Emisiones a largo	146,8	102,8	-	44,0	212	152	-	60
Emisiones a corto	30,0	30,0	-	-	131	131	-	-
Amortizaciones	- 48,0	- 40,4	-4,6	- 3,0	- 94	- 89	-	- 5
<b>Sistema crediticio</b>	<b>594,1</b>	<b>497,4</b>	<b>101,0</b>	<b>- 4,3</b>	<b>699</b>	<b>821</b>	<b>-66</b>	<b>-56</b>
Cajas de ahorro	2,2	6,6	34,8	-39,2	- 58	- 2	-	-56
Crédito Oficial	40,5	-	-	40,5	20	-	-	20
Banco de España	551,4	490,8	66,2	- 5,6	737	823	-66	-20
PRO MEMORIA								
<b>Recurso al Banco de España</b>	<b>551,4</b>	<b>516,8</b>	<b>66,2</b>	<b>- 5,6</b>	<b>752</b>	<b>838</b>	<b>-66</b>	<b>-20</b>
Tesoro	485,2	490,8	-	- 5,6	823	823	-	-
Seguridad Social	66,2	-	66,2	-	66	-	-66	-
OO.AA. Comerc. y EE.PP.	-	26,0	-	-	- 5	15	-	-20

- (a) El déficit del sector público, según Contabilidad Nacional, fue de 618 m.m. en 1981. La estimación del déficit de caja de 1982 resulta muy difícil en estos momentos, por lo que se supone igual al déficit del sector público previsto en Contabilidad Nacional.
- (b) En 1981 se incluyen adquisiciones de títulos de renta fija (4,5 m.m.) y de renta variable 23,5 m.m.

sistema financiero, que ha experimentado un descenso de su ahorro en el año (1).

Como resultado del entramado de tensiones ya analizadas, el conjunto de activos financieros del «sector privado» ha crecido a una tasa superior a la esperada (2). Los recursos otorgados por el sistema crediticio al «sector privado» alcanzan una tasa cercana al 16 %. La financiación del sistema crediticio a los sectores público y privado, tanto con recursos monetarios como con recursos no monetarios –crédito interno–, se ha

incrementado un 18,0 %, poniendo en evidencia los desequilibrios financieros que el año 1982 transmite a la programación del año 1983. Hay que resaltar, sin embargo, que la fase más aguda de estos desajustes se desarrolló durante el primer semestre del año, habiéndose adoptado una actitud menos permisiva en la segunda mitad de 1982. Este perfil, en parte, allana el camino de progreso en el control de desequilibrios internos y externos que la política económica se propone para el próximo ejercicio.

En el transcurso del año 1982, los **tipos nominales de interés** han experimentado elevaciones generalizadas en todos los mercados, si se los compara con los del año 1981. Los tipos de rendimiento negociados en los mercados de obligaciones privadas han registrado un alza que, aun teniendo en cuenta la elevación inducida en el tipo nominal como compensación a la caída en el tipo de desgravación fiscal, resulta especialmente llamativa. La rentabilidad de la deuda pública se ha incrementado en medio punto porcentual. El perfil del rendimiento de ambos instrumentos pone de manifiesto, sin

(1) Este resultado se debe a la caída del ahorro del Banco de España, definido en contabilidad nacional como la diferencia entre los beneficios ordinarios y el abono al Tesoro de los beneficios del año anterior. Los beneficios en compraventa de divisas, muy elevados en el año, se computan como una operación financiera.

(2) Si se agregan  $M_3$  y los títulos del mercado monetario, el crecimiento alcanza un valor del 18,7 %, y, si se añaden los depósitos no monetarios, el conjunto de los activos líquidos avanza a una tasa del 18,8 %.

## 6. Activos financieros del sector privado

m.m.

	1981	1982 (Estimación)		
	Saldo 31 DIC	Saldo 31 DIC	Variación	%
a) Disponibilidades líquidas	14.059	16.293	2.234	16,0
b) Títulos del M. Monetario	415	881	466	112,0
Pagarés (a)	1	81	80	...
Letras endosadas	113	288	175	...
CRM	24	34	10	...
Bonos bancarios	277	386	109	...
Títulos hipotecarios	—	92	92	...
c) Depósitos no monetarios	1.107	1.342	235	21,2
Ahorro del emigrante	246	271	25	...
Efectos a pagar	364	464	100	...
Depósitos en cooperativas	497	607	110	...
Títulos de renta fija	...	...	88	...
Ctos. otorg. al exterior	164	337	173	...
Títulos de renta variable	...	...	124	...
Capital cooperativas	25	30	5	...
Inversiones en el exterior	94	155	61	...
Sin clasificar	—	—	99	...
TOTAL	...	...	3.485	...
Pro memoria (a+b)	14.474	17.174	2.700	18,7
Pro memoria (a+b+c)	15.581	18.516	2.935	18,8

(a) Se ha supuesto que el sistema financiero mantiene el stock inicial, no desprendiéndose de las existencias iniciales.

embargo, un descenso en el último trimestre del año. Los tipos de interés a corto plazo han reflejado las tensiones suscitadas en los mercados monetarios por la política de control: incrementos importantes durante la primavera y el otoño, y bruscas caídas en los primeros meses del año y en el verano. Sus valores medios, no obstante, han superado en 0,6 puntos porcentuales el coste medio de las operaciones día a día del año 1981, y en 0,2 puntos porcentuales el tipo a un mes negociado en el año anterior. Los tipos libres declarados por las entidades de depósito reflejan una evolución más mesurada. Los tipos de los depósitos experimentan un alza que podemos evaluar en 0,3-0,4 puntos porcentuales, y los tipos de las operaciones activas se mantienen o prácticamente estancados o registran elevaciones no superiores al medio punto. Este estancamiento se combina con un suave incremento del racionamiento aplicado en las peticiones de crédito, que pone de manifiesto una mayor apreciación del riesgo por parte de la banca. Asimismo, los diferenciales que durante todo el año se han mantenido entre el tipo de las operaciones activas de bancos y cajas, y la rentabilidad negociada en los mercados bursátiles de activos a largo plazo, han impulsado una leve recuperación de la financiación concedida por el sistema bancario al sector privado a través de la adquisición de valores, que se mantenía prácticamente estancada desde hacía cuatro años.

12-I-1983.

## 7. Pasivos financieros del sector privado

m.m.

	1981	1982 (Estimación)		
	Saldo 31 DIC	Saldo 31 DIC	Variación	%
Títulos colocados en el mercado monetario	113	293	180	—
Letras endosadas	113	288	175	—
Títulos hipotecarios	—	5	5	—
Títulos de renta fija	1.138	1.305	167	14,7
Créditos recibidos en pesetas	11.593	13.727	2.134	18,4
Créditos recibidos en ME	2.353	2.512	159	6,8
Títulos de renta variable	...	...	119	...
Inversiones extranjeras en España	529	699	170	32,1
Sin clasificar	...	...	18	...
TOTAL	...	...	2.947	...

# Actualización de los índices de tipos de cambio efectivo de la peseta

Como es conocido, lo que se denomina índice de tipo de cambio efectivo o de posición efectiva de una moneda no es sino una medida de la variación del valor medio ponderado de esa moneda respecto de un conjunto de otras divisas. De entre las múltiples formulaciones posibles, el Banco de España utiliza el índice de tipo de cambio efectivo de la peseta, que consiste en calcular la media geométrica de las variaciones de su cotización frente a las monedas de tres grupos de países (el total mundial, los países cuyas monedas se cotizan en el mercado español y la Comunidad Económica Europea), ponderando dichas variaciones de acuerdo con la participación de cada país en el comercio exterior español (suma de exportaciones e importaciones) (1).

Las cotizaciones que han servido de base hasta ahora para calcular las variaciones del valor de la peseta han sido las últimas paridades oficiales vigentes de cada moneda —es decir, las que rigieron de modo general hasta mayo de 1970—, y la ponderación de cada moneda en los índices se derivaba del peso del país en el comercio exterior español de 1974.

La fórmula empleada en el cálculo de los tres índices (frente al mundo, los países desarrollados y la CEE) era:

$$I_{t/o} = 100 \prod_{i=1}^n \left[ \frac{P_o^{Pta/i}}{C_t^{Pta/i}} \right]^{T_i}$$

En la que:

$I_{t/o}$  = Índice de posición efectiva de la peseta frente a uno de los tres grupos de países (mundo, países desarrollados y CEE).

$P_o^{Pta/i}$  = Paridades vigentes en mayo de 1970, expresadas en pesetas por unidad extranjera.

$C_t^{Pta/i}$  = Cambio oficial medio de la moneda  $i$  en el mercado de Madrid en el momento  $t$ , expresado en pesetas por unidad extranjera.

$T^i$  = Tanto por uno que representaba, en 1974, el comercio total de España con el país  $i$  (suma de exportaciones e importaciones), en relación al total del comercio español con cada grupo de países considerado por el índice.

---

(1) Para mayor detalle, véase el número 16 de la serie «Estudios Económicos», del Servicio de Estudios del Banco de España.

Debido al tiempo transcurrido desde la puesta en marcha del índice, se ha considerado conveniente actualizar los aspectos del mismo referentes a las ponderaciones y al año base. En lo concerniente al año base, su actualización viene justificada por dos razones. En primer lugar, la referencia a las paridades vigentes en mayo de 1970 ha perdido importancia en un escenario de rápidas y agudas fluctuaciones de los tipos de cambio, superpuestas a profundos cambios en las relaciones económicas entre los países. Esto se ha traducido en que el índice del tipo de cambio efectivo de la peseta alcanzara, en los últimos tiempos, niveles muy alejados de los valores correspondientes al año base. En segundo lugar, muchos organismos internacionales e instituciones económicas siguen la práctica de cambiar cada cinco años la base de sus series estadísticas indicadas. Actualmente, las bases de las series de dichos organismos están situadas en 1975, por lo que el próximo cambio trasladará la base, probablemente, a 1980. Atendiendo a estas razones, se ha creído conveniente situar la base del índice de tipo de cambio efectivo de la peseta en 1980, utilizando para ello, como

punto de referencia, los tipos de cambio medios de la peseta en ese año frente a cada moneda (1).

En cuanto a las ponderaciones, su actualización está fundada en los cambios producidos en la distribución geográfica del comercio exterior de España. Efectivamente, en lo que se refiere a la Europa Comunitaria, como puede verse en el cuadro 1, durante los últimos años se ha producido una intensificación del comercio español con Francia e Italia, en detrimento de la importancia relativa del comercio con Alemania y, en menor medida, con otros países. En el grupo de países desarrollados, se observa un fenómeno similar, del que cabe destacar el aumento del peso relativo del comercio con Francia e Italia, a costa del de otros países, y, sobre todo, a costa del peso de Estados Unidos. Estas tendencias se repiten de nuevo en el grupo del total

(1) Es decir, en la fórmula antes descrita,  $P_o^{Pta/i}$  deja de representar a las paridades de mayo de 1970, y se convierte en la media de 1980 de los tipos de cambio de la peseta frente a cada moneda.

## 1. Distribución Geográfica del Comercio Exterior Español

∅ (1979 - 1980 - 1981)

### Exportaciones + Importaciones

Países y áreas geográficas	Millones de pesetas	Porcentajes (a)					
		Sobre I		Sobre II		Sobre III	
Alemania R.F.	349.252	(28,2)	24,1	(17,5)	16,0	(11,2)	9,0
Dinamarca	20.799	( 1,6)	1,4	( 1,1)	1,0	( 0,6)	0,5
Francia	439.653	(24,8)	30,4	(15,4)	20,2	( 9,8)	11,3
Irlanda	14.837	( 0,6)	1,0	( 0,4)	0,7	( 0,3)	0,4
Inglaterra	219.785	(16,2)	15,2	(10,0)	10,1	( 6,4)	5,6
Italia	212.965	(13,6)	14,7	( 8,4)	9,8	( 5,4)	5,5
Holanda	113.657	( 8,4)	7,9	( 5,2)	5,2	( 3,3)	2,9
Bélgica y Luxemburgo	76.227	( 6,6)	5,3	( 4,1)	3,5	( 2,6)	2,0
<b>I. Total Mercado Común</b>	<b>1.447.175</b>		<b>100,0</b>	<b>(62,1)</b>	<b>66,5</b>	<b>(39,6)</b>	<b>37,2</b>
Austria	14.656			( 0,8)	0,7	( 0,5)	0,4
Finlandia	16.845			( 0,8)	0,8	( 0,5)	0,4
Noruega	13.098			( 1,0)	0,6	( 0,6)	0,3
Suecia	42.472			( 3,1)	2,0	( 2,0)	1,1
Suiza	63.026			( 3,3)	2,9	( 2,1)	1,6
Portugal	52.120			( 1,7)	2,4	( 1,1)	1,3
Japón	84.551			( 3,2)	3,9	( 2,0)	2,2
Canadá	31.158			( 1,6)	1,4	( 1,0)	0,8
Estados Unidos	411.432			(22,4)	18,8	(14,3)	10,6
<b>II. Total Países desarrollados</b>	<b>2.176.533</b>				<b>100,0</b>	<b>(63,7)</b>	<b>55,9</b>
<b>III. Zona del franco francés</b>	<b>60.075</b>					<b>( 0,8)</b>	<b>1,5</b>
<b>IV. Zona de la libra</b>	<b>18.357</b>					<b>( 0,4)</b>	<b>0,5</b>
<b>V. Zona del dólar</b>	<b>1.640.773</b>					<b>(35,1)</b>	<b>42,1</b>
<b>VI. Total mundo</b>	<b>3.895.738</b>						<b>100,0</b>

(a) Las cifras entre paréntesis corresponden a los porcentajes del comercio exterior de 1974 que servían de ponderación al índice en uso hasta el 31 de diciembre de 1982.

mundial; en este grupo, sin embargo, la disminución del peso de Estados Unidos es más que compensada por el aumento relativo de la importancia del comercio con la zona del dólar (1). En definitiva, todos estos cambios han producido una pérdida cada vez mayor de vigencia de los pesos específicos – los  $T_i$  de la fórmula descrita – asignados a cada moneda.

El cuadro 1 representa las nuevas ponderaciones del índice de tipo de cambio efectivo de la peseta, y están basadas en la distribución geográfica del comercio español de mercancías en 1979, 1980 y 1981. En el gráfico 1, puede contemplarse la evolución temporal del nuevo índice, comparada con la del índice actual (2).

Como puede verse, en líneas generales, ambos índices mantienen a través del tiempo un perfil similar, si bien con pequeñas divergencias, explicables por los cambios introducidos en las ponderaciones de los países. Cabe destacar, en primer lugar, que el nuevo índice

## 2. Tipos de cambio utilizados como base para calcular las variaciones de la peseta

Pesetas por unidad (100 unidades) de moneda extranjera

	Paridades MAY 1970	Cambio medio 1980
Dólar USA	70,000	71,540
Dólar canadiense	64,754	61,246
Franco francés	12,603	16,969
Libra esterlina	168,000	166,472
Libra irlandesa	168,000	152,639
Franco suizo	16,233	42,783
Franco belga (100)	140,000	245,290
Marco alemán	19,125	39,457
Lira (100)	11,200	8,376
Florín holandés	19,337	36,074
Corona sueca	13,531	16,935
Corona danesa	9,333	12,720
Corona noruega	9,799	14,504
Marco finlandés	16,666	19,252
Chelín austriaco (100)	269,230	554,433
Escudo portugués (100)	243,478	143,087
Yen japonés (100)	19,444	31,694

(1) La elaboración del índice para los dos grupos más pequeños de países (es decir, países desarrollados y CEE) no plantea grandes problemas, pues las monedas correspondientes a estos países son negociadas y tienen su cotización en el mercado de Madrid. Ahora bien, no ocurre lo mismo con el grupo del total mundial, que está constituido, en parte, por países cuyas monedas no tienen cotización en el mercado de Madrid. Para solucionar este problema, se ha supuesto que las monedas pertenecientes a estos países están ligadas a una de las tres monedas que definen cada una de las zonas de influencia en que se puede dividir el Sistema Monetario Internacional: el franco francés, la libra esterlina y el dólar USA. El peso específico de estas áreas se reasigna, así, a estas tres monedas citadas en la forma descrita en el cuadro 1.

(2) Para poder comparar ambos índices, se han unificado los años base, trasladando la base del índice actual a base  $\emptyset$  1980 = 100.

frente a la CEE evoluciona, desde 1980, por encima del índice actual. Ello se debe al aumento de la ponderación, en este índice, del franco francés y de la lira italiana, y a la disminución del peso del marco alemán, monedas frente a las cuales la peseta ha manifestado desde entonces una apreciación y una depreciación, respectivamente. En segundo lugar, se observa en el gráfico 1 que, mientras el nuevo índice medio ponderado frente a países desarrollados se sitúa desde 1980 por encima del actual, con el índice frente al mundo sucede lo contrario. Ello es consecuencia de las diferencias entre ambos índices en la ponderación del dólar y de la repercusión de esta circunstancia en la fuerte depreciación de la peseta frente a esta moneda. En el cuadro 3, donde se recogen algunas tasas de variación de ambos índices, puede verse otra ilustración del

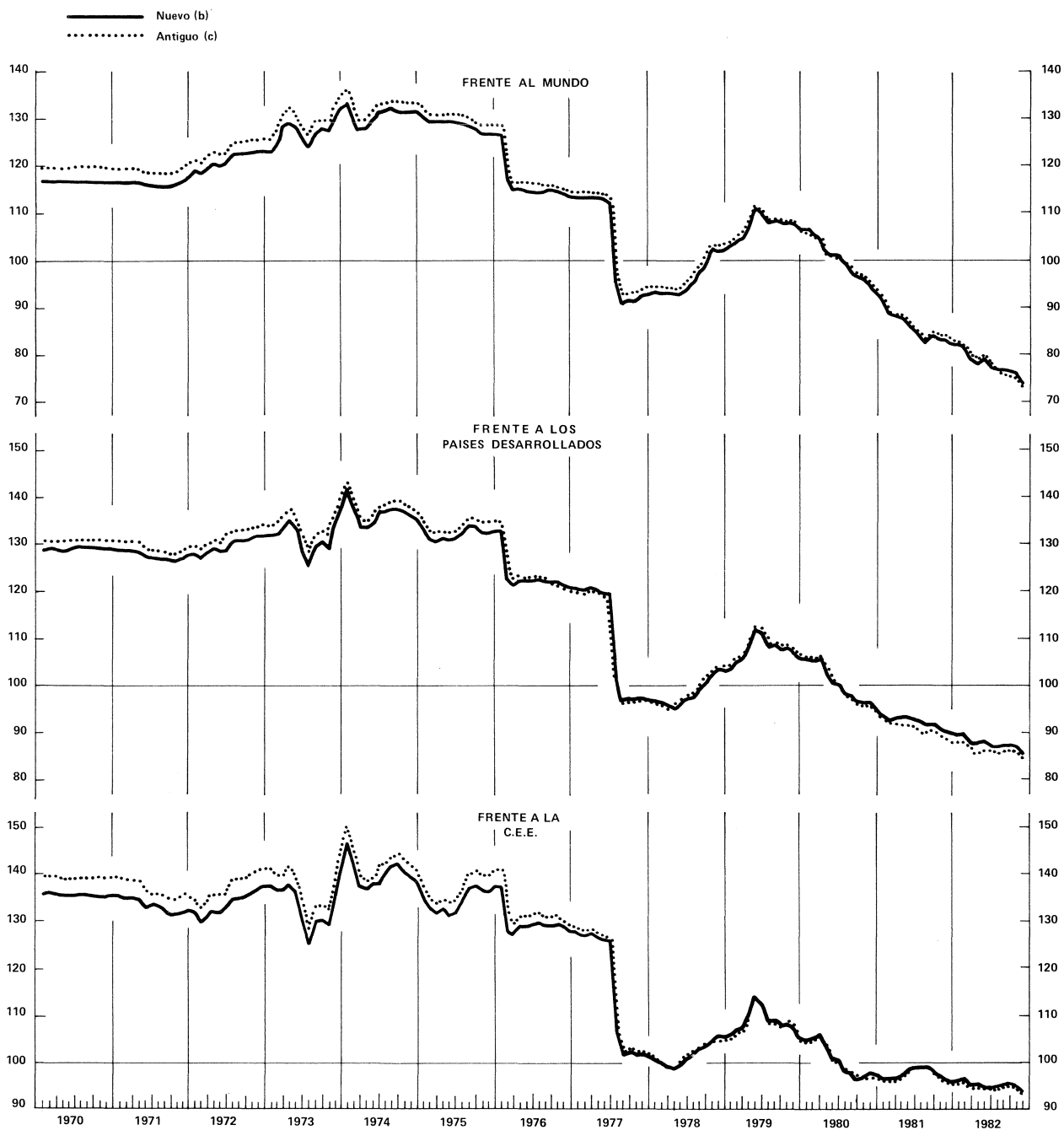
### 3. Índice de posición efectiva de la peseta: Variaciones porcentuales comparativas (a)

	ENE 62/DIC 82	ENE 62/NOV 67	NOV 67/FEB 76	FEB 76/JUL 77	JUL 77/DIC 82
<b>Mundo</b>					
Índice antiguo	-49,99	-5,52	- 8,17	-18,85	-28,97
Índice nuevo	-48,92	-5,55	- 6,82	-18,36	-28,91
<b>Países desarrollados</b>					
Índice antiguo	-48,92	-5,21	-11,84	-18,58	-24,93
Índice nuevo	-46,72	-5,14	-10,83	-17,69	-23,47
<b>Comunidad Económica Europea</b>					
Índice antiguo	-46,36	-5,01	-12,61	-17,94	-21,25
Índice nuevo	-43,71	-5,04	-10,92	-16,96	-19,86

(a) Las fechas tomadas como referencia son las que corresponden a las sucesivas devaluaciones de la peseta producidas en el conjunto del período 1962 - 1982.

# 1. Índice del tipo de cambio efectivo de la peseta (a)

Base 100 = Ø 1980



- (a). Índice medio ponderado de las variaciones del tipo de cambio de la peseta frente a los grupos de países correspondientes. La ponderación se efectúa de acuerdo con la participación de cada país en el comercio exterior español de mercancías (suma de exportaciones e importaciones).
- (b). La variación de los tipos de cambio se calcula respecto a la media de las cotizaciones de la peseta en 1980 y la ponderación corresponde a la participación de cada país en el comercio exterior español entre 1979 y 1981.
- (c). La variación de los tipos de cambio se calcula respecto a las paridades vigentes en mayo de 1970 y la ponderación corresponde a la participación de cada país en el comercio exterior de 1974.

#### 4. Índice posición efectiva (medias geométricas)

	Frente a total mundial		Frente a países desarrollados		Frente a la CEE	
	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100
<b>1962</b>						
<i>Enr</i>	114.8618	133.5139	114.0278	145.4464	112.7523	151.1963
<i>Feb</i>	114.8750	133.5323	114.0491	145.4831	112.7988	151.2534
<i>Mar</i>	114.8690	133.5252	114.0403	145.4705	112.7697	151.2145
<i>Abr</i>	114.8781	133.5369	114.0457	145.4779	112.7656	151.2089
<i>May</i>	114.9058	133.6065	114.0665	145.5741	112.7947	151.2501
<i>Jun</i>	114.9163	133.6294	114.0666	145.5901	112.7953	151.2598
<i>Jul</i>	114.9073	133.6142	114.0474	145.5514	112.7518	151.2126
<i>Agt</i>	114.9292	133.6283	114.1020	145.6150	112.8504	151.3239
<i>Sep</i>	114.9376	133.6310	114.1251	145.6377	112.8846	151.3615
<i>Oct</i>	114.9492	133.6404	114.1462	145.6615	112.9244	151.4079
<i>Nov</i>	114.9651	133.6555	114.1670	145.6839	112.9482	151.4361
<i>Dic</i>	114.9464	133.6398	114.1222	145.6257	112.8384	151.3131
<b>1963</b>						
<i>Enr</i>	114.9468	133.6344	114.1412	145.6477	112.8869	151.3609
<i>Feb</i>	114.9519	133.6403	114.1475	145.6563	112.8904	151.3674
<i>Mar</i>	114.9436	133.6321	114.1359	145.6426	112.8543	151.3261
<i>Abr</i>	114.9349	133.6247	114.1182	145.6207	112.8180	151.2859
<i>May</i>	114.9360	133.6323	114.1078	145.6142	112.7981	151.2685
<i>Jun</i>	114.9393	133.6413	114.1085	145.6240	112.8025	151.2826
<i>Jul</i>	114.9403	133.6430	114.1095	145.6261	112.8107	151.2900
<i>Agt</i>	114.9580	133.6627	114.1334	145.6579	112.8397	151.3214
<i>Sep</i>	114.9647	133.6702	114.1407	145.6672	112.8470	151.3401
<i>Oct</i>	114.9696	133.6753	114.1466	145.6737	112.8486	151.3489
<i>Nov</i>	114.9532	133.6595	114.1177	145.6374	112.8022	151.2929
<i>Dic</i>	114.9257	133.6617	114.1156	145.6390	112.7950	151.2862
<b>1964</b>						
<i>Enr</i>	114.9550	133.6649	114.1211	145.6486	112.8148	151.3100
<i>Feb</i>	114.9409	133.6492	114.1067	145.6316	112.7914	151.2811
<i>Mar</i>	114.9318	133.6476	114.0946	145.6322	112.8155	151.3157
<i>Abr</i>	114.9442	133.6651	114.1098	145.6591	112.8506	151.3662
<i>May</i>	114.9454	133.6674	114.1109	145.6624	112.8617	151.3804
<i>Jun</i>	114.9491	133.6703	114.1289	145.6891	112.8993	151.4277
<i>Jul</i>	114.9504	133.6687	114.1391	145.7005	112.9004	151.4282
<i>Agt</i>	114.9531	133.6709	114.1436	145.7051	112.9145	151.4474
<i>Sep</i>	114.9569	133.6745	114.1485	145.7103	112.9181	151.4555
<i>Oct</i>	114.9747	133.6914	114.1644	145.7224	112.9093	151.4476
<i>Nov</i>	114.9785	133.6968	114.1592	145.7135	112.9014	151.4371
<i>Dic</i>	114.9670	133.6875	114.1344	145.6835	112.8765	151.4047
<b>1965</b>						
<i>Enr</i>	114.9590	133.6775	114.1282	145.6749	112.8720	151.3979
<i>Feb</i>	114.9444	133.6618	114.1117	145.6554	112.8459	151.3631
<i>Mar</i>	114.9237	133.6401	114.1036	145.6554	112.8341	151.3471
<i>Abr</i>	114.9225	133.6386	114.0964	145.6434	112.8170	151.3253
<i>May</i>	114.9245	133.6337	114.1111	145.6536	112.8357	151.3449
<i>Jun</i>	114.9721	133.6749	114.1984	145.7578	112.9884	151.5163
<i>Jul</i>	114.9988	133.7016	114.2377	145.8058	113.0540	151.5920
<i>Agt</i>	115.0083	133.7062	114.2498	145.8097	113.0742	151.6163
<i>Sep</i>	114.9988	133.6959	114.2323	145.7846	113.0574	151.5960
<i>Oct</i>	114.9833	133.6810	114.1977	145.7369	112.9869	151.5161
<i>Nov</i>	114.9730	133.6704	114.1788	145.7119	112.9545	151.4747
<i>Dic</i>	114.9750	133.6726	114.1846	145.7210	112.9686	151.4913
<b>1966</b>						
<i>Enr</i>	114.9699	133.6549	114.2086	145.7424	113.0305	151.5551
<i>Feb</i>	114.9624	133.6427	114.2164	145.7532	113.0534	151.5767
<i>Mar</i>	114.9728	133.6548	114.2352	145.7817	113.0826	151.6136
<i>Abr</i>	114.9753	133.6547	114.2491	145.7991	113.1244	151.6584
<i>May</i>	115.0016	133.6887	114.2722	145.8336	113.1660	151.7162
<i>Jun</i>	114.9105	133.5913	114.1569	145.6909	113.0061	151.5187
<i>Jul</i>	114.8676	133.5492	114.0857	145.6012	112.8801	151.3718
<i>Agt</i>	114.9330	133.6286	114.1480	145.6854	112.9245	151.4403
<i>Sep</i>	115.0438	133.7655	114.2873	145.8877	113.1120	151.7170
<i>Oct</i>	115.0848	133.8276	114.3456	145.9935	113.1893	151.8589
<i>Nov</i>	115.0477	133.7978	114.2963	145.9490	113.1424	151.8155
<i>Dic</i>	115.0495	133.8045	114.3068	145.9734	113.1601	151.8522



4. Índice posición efectiva (medias geométricas) (continuación)

	Frente a total mundial		Frente a países desarrollados		Frente a la CEE	
	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100
<b>1967</b> <i>Enr</i>	115.0405	133.7928	114.3039	145.9689	113.1618	151.8569
<i>Feb</i>	114.9257	133.6942	114.1914	145.8221	113.0068	151.6563
<i>Mar</i>	114.8980	133.6345	114.1325	145.7513	112.9529	151.58.98
<i>Abr</i>	14.8280	133.5539	114.0445	145.6332	112.8581	151.4543
<i>May</i>	114.7622	133.4637	113.9536	145.4855	112.7291	151.2389
<i>Jun</i>	114.7618	133.4542	113.9534	145.4713	112.7552	151.2069
<i>Jul</i>	114.8549	133.5428	114.0806	145.6141	112.8944	151.3915
<i>Agt</i>	114.9579	133.6585	114.1925	145.7532	112.9956	151.5237
<i>Sep</i>	115.0543	133.7700	114.2913	145.8792	113.0849	151.6456
<i>Oct</i>	115.0494	133.7439	114.3394	145.9276	112.9867	151.5048
<i>Nov</i>	108.5225	126.1075	108.0871	137.9660	107.0987	143.5703
<i>Dic</i>	100.1452	116.3156	100.0508	127.7491	99.7439	133.6299
<b>1968</b> <i>Enr</i>	100.2223	116.4107	100.1843	127.9474	99.9490	133.9312
<i>Feb</i>	100.0762	116.2414	100.0346	127.7558	99.7853	133.7121
<i>Mar</i>	100.0476	116.2200	99.9933	127.7149	99.7411	133.6696
<i>Abr</i>	100.1451	116.3307	100.0962	127.8477	99.8516	133.8244
<i>May</i>	100.1527	116.3496	100.1149	127.8927	99.9145	133.9281
<i>Jun</i>	100.2172	116.4297	100.2420	128.0876	100.1793	134.3025
<i>Jul</i>	100.2650	116.4784	100.3022	128.1570	100.2689	134.4036
<i>Agt</i>	100.3533	116.5754	100.4021	128.2789	100.3801	134.5386
<i>Sep</i>	100.2593	116.4876	100.2637	128.1227	100.1702	134.3037
<i>Oct</i>	100.2680	116.4905	100.2887	128.1483	100.2177	134.3556
<i>Nov</i>	100.2417	116.4622	100.2480	128.0952	100.1463	134.2675
<i>Dic</i>	100.1878	116.3817	100.1964	128.0000	100.1026	134.1640
<b>1969</b> <i>Enr</i>	100.2034	116.3885	100.2359	128.0402	100.1639	134.2287
<i>Feb</i>	100.2679	116.4545	100.3330	128.1620	100.3126	134.4156
<i>Mar</i>	100.2632	116.4543	100.3418	128.1887	100.3800	134.5165
<i>Abr</i>	100.1283	116.3022	100.2000	128.0117	100.2036	134.2944
<i>May</i>	99.9596	116.1212	100.0297	127.8207	100.0172	134.0877
<i>Jun</i>	99.9652	116.1198	100.0437	127.8270	100.0585	134.1202
<i>Jul</i>	100.0462	116.2170	100.1223	127.9324	100.1373	134.2332
<i>Agt</i>	101.0249	117.5632	101.4415	130.0956	102.1416	137.5186
<i>Sep</i>	101.3696	117.9118	101.9457	130.6667	102.9715	138.4446
<i>Oct</i>	100.2794	117.0168	100.3554	129.1134	100.5395	136.1315
<i>Nov</i>	100.1248	116.8310	100.1848	128.8772	100.3095	135.8094
<i>Dic</i>	100.1340	116.8138	100.1902	128.8453	100.3317	135.7861
<b>1970</b> <i>Enr</i>	100.2115	116.9231	100.2645	128.9643	100.3899	135.8937
<i>Feb</i>	100.2618	116.9763	100.3080	129.0083	100.4271	135.9300
<i>Mar</i>	100.3038	117.0300	100.3262	129.0294	100.3733	135.8758
<i>Abr</i>	100.2264	116.9587	100.1789	128.8458	100.1164	135.5621
<i>May</i>	100.3056	117.0518	100.2381	128.9158	100.1260	135.5759
<i>Jun</i>	100.3972	117.1595	100.3330	129.0414	100.2232	135.7065
<i>Jul</i>	100.4281	117.1985	100.3596	129.0799	100.2631	135.7596
<i>Agt</i>	100.4213	117.1949	100.3451	129.0651	100.2462	135.7404
<i>Sep</i>	100.4138	117.1794	100.3321	129.0325	100.1955	135.6618
<i>Oct</i>	100.4010	117.1652	100.3145	129.0082	100.1562	135.6074
<i>Nov</i>	100.3644	117.1256	100.2577	128.9324	100.0896	135.5135
<i>Dic</i>	100.4174	117.1811	100.3418	129.0426	100.2417	135.7045
<b>1971</b> <i>Enr</i>	100.3228	117.0806	100.1970	128.8522	100.0325	135.4346
<i>Feb</i>	100.2720	117.0262	100.1217	128.7529	99.9136	135.2853
<i>Mar</i>	100.2539	117.0063	100.0926	128.7132	99.8713	135.2247
<i>Abr</i>	100.2980	117.0560	100.1443	128.7801	99.9392	135.3079
<i>May</i>	100.1769	116.2256	99.9632	127.1627	99.9283	133.0685
<i>Jun</i>	99.3418	116.1564	98.6553	127.0217	97.8666	132.8823
<i>Jul</i>	99.3343	11.1431	98.6230	126.9624	97.7943	132.7651
<i>Agt</i>	99.2486	115.9697	98.4382	126.5404	97.6985	132.3125
<i>Sep</i>	99.0294	115.9246	97.9240	126.1344	96.9795	131.8316
<i>Oct</i>	99.2613	116.2823	97.9714	126.2701	96.8339	131.7628
<i>Nov</i>	99.7055	116.8123	98.3734	126.7905	97.1921	132.2584
<i>Dic</i>	100.6225	118.1200	98.8930	127.4913	98.2979	132.3972

#### 4. Índice posición efectiva (medias geométricas) (continuación)

	Frente a total mundial		Frente a países desarrollados		Frente a la CEE	
	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100
<b>1972</b>						
<i>Enr</i>	101.7747	119.2713	99.4566	127.8722	96.9750	131.7161
<i>Feb</i>	101.1953	118.6229	98.5962	126.7013	95.7393	130.0237
<i>Mar</i>	102.2740	119.8859	99.5161	127.8286	96.4895	130.9921
<i>Abr</i>	103.1489	120.8902	100.4188	128.9743	97.4309	132.2360
<i>May</i>	102.7156	120.3504	99.7570	127.9510	97.2798	131.9962
<i>Jun</i>	102.7623	120.5005	99.7480	128.0840	97.3134	132.2494
<i>Jul</i>	104.6879	122.6677	101.7607	130.5750	99.6629	135.2229
<i>Agt</i>	104.8035	122.7694	101.9443	130.7837	99.9475	135.5476
<i>Sep</i>	104.9043	122.8713	102.0883	130.9601	100.1377	135.7870
<i>Oct</i>	105.1743	123.1601	102.5034	131.5099	100.7520	136.5994
<i>Nov</i>	105.3622	123.3829	102.7625	131.8791	101.1478	137.1669
<i>Dic</i>	105.4148	123.4738	102.8381	132.0325	101.2971	137.4397
<b>1973</b>						
<i>Enr</i>	105.4009	123.4293	102.8111	131.9376	101.2409	137.3749
<i>Feb</i>	106.9715	125.4916	103.0388	132.0918	100.5542	136.4498
<i>Mar</i>	109.5730	128.7320	104.2183	133.3895	100.5777	136.5693
<i>Abr</i>	110.3635	129.6452	105.1834	134.6931	101.7331	138.1744
<i>May</i>	109.5510	128.7631	104.0356	133.1960	100.2910	136.2474
<i>Jun</i>	107.2531	126.3201	100.6835	128.8722	95.9198	130.5173
<i>Jul</i>	105.5027	124.5827	97.6884	125.0265	91.8511	125.2537
<i>Agt</i>	108.2961	127.7695	101.0607	129.4634	95.7014	130.5236
<i>Sep</i>	108.7267	128.2523	101.5291	130.0456	96.0463	130.9918
<i>Oct</i>	108.1226	127.5667	100.7800	129.0578	95.0758	129.6706
<i>Nov</i>	110.1234	129.6931	103.9827	133.3280	99.4009	135.4188
<i>Dic</i>	112.3802	132.2553	106.9508	137.3162	103.1790	140.6104
<b>1974</b>						
<i>Enr</i>	113.5435	133.5151	109.8078	141.5131	107.6807	147.0346
<i>Feb</i>	110.3312	129.9559	106.0185	136.7206	103.6435	141.7915
<i>Mar</i>	108.7115	128.1732	103.6567	133.5503	100.6053	137.6766
<i>Abr</i>	108.8218	128.5545	103.2074	133.1536	99.8334	136.9824
<i>May</i>	109.9782	130.1165	103.8749	134.1605	100.2804	137.8358
<i>Jun</i>	111.2150	131.4662	105.5475	136.3496	102.2753	140.4958
<i>Jul</i>	111.4809	131.6807	105.7356	136.4146	102.1653	140.0613
<i>Agt</i>	111.9424	132.1063	106.6213	137.5562	103.3434	141.4991
<i>Sep</i>	111.7617	131.7963	106.7908	137.7557	103.9018	142.1574
<i>Oct</i>	111.4371	131.5315	106.0577	136.8414	102.8539	140.8420
<i>Nov</i>	111.1794	131.3776	105.3313	135.9621	101.8457	139.6099
<i>Dic</i>	111.3107	131.6098	104.9334	135.3740	101.0968	138.5168
<b>1975</b>						
<i>Enr</i>	110.1195	130.3566	102.9395	132.7107	98.2890	134.6776
<i>Feb</i>	109.3455	129.4921	101.7975	131.1518	96.8703	132.7155
<i>Mar</i>	109.4301	129.6024	101.5659	130.7450	96.3365	131.9047
<i>Abr</i>	109.2799	129.2636	101.8682	131.0616	96.8628	132.4150
<i>May</i>	109.4572	129.4173	101.7499	130.7181	96.4467	131.6257
<i>Jun</i>	109.6012	129.5676	101.8514	130.8107	96.5371	131.6729
<i>Jul</i>	109.2760	128.9853	102.7801	132.1814	98.6590	134.5534
<i>Agt</i>	109.2689	128.7842	103.8098	133.6086	100.6596	137.2221
<i>Sep</i>	108.7644	128.1091	103.7743	133.6032	101.0562	137.7900
<i>Oct</i>	108.1049	127.3318	102.9030	132.3809	100.2074	136.6110
<i>Nov</i>	108.0110	127.2187	102.8212	132.2760	100.1911	136.5701
<i>Dic</i>	107.9264	127.0777	103.0610	132.6472	100.8701	137.4673
<b>1976</b>						
<i>Enr</i>	107.7921	126.9858	102.9216	132.5799	100.8742	137.6088
<i>Feb</i>	99.6532	117.5062	95.2918	123.0270	93.5926	127.8918
<i>Mar</i>	97.4953	115.0335	93.7694	121.4247	92.8851	127.2071
<i>Abr</i>	97.6779	115.3121	94.2705	122.3391	94.0111	128.9626
<i>May</i>	97.3791	114.9396	94.0844	122.1022	94.0411	128.9330
<i>Jun</i>	97.3605	114.8932	94.2509	122.3535	94.4368	129.4390
<i>Jul</i>	97.2553	114.8224	94.1578	122.3113	94.3819	129.5058
<i>Agt</i>	97.0266	114.7041	93.8524	122.1272	94.1312	129.4975
<i>Sep</i>	97.1492	114.8894	93.8386	122.1324	94.1019	129.4963
<i>Oct</i>	96.9600	114.8152	93.6443	122.1398	94.1008	129.7815
<i>Nov</i>	96.5108	114.3333	93.1910	121.6313	93.5806	129.1541
<i>Dic</i>	96.1767	114.0067	92.6849	121.0115	92.7542	128.1263

#### 4. Índice posición efectiva (medias geométricas) (continuación)

	Frente a total mundial		Frente a países desarrollados		Frente a la CEE	
	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100
<b>1977</b> Enr	95.8041	113.5298	92.3541	120.5316	92.3336	127.5196
Feb	95.3900	113.0187	92.0407	120.1249	92.0794	127.1475
Mar	95.7877	113.5500	92.4680	120.8184	92.1586	127.3138
Abr	95.7115	113.4493	92.3211	120.5740	91.8217	126.8866
May	95.3149	112.9944	91.8825	120.0051	91.2458	126.1179
Jun	94.7600	112.3164	91.3284	119.2365	90.7127	125.3618
Jul	80.8726	95.9276	77.5833	101.2655	76.8020	106.1963
Agt	77.1682	91.5054	74.1484	96.7793	73.4312	101.5281
Sep	77.5434	91.8783	74.6698	97.3985	73.7803	102.0100
Oct	77.4687	91.8435	74.2906	96.8654	73.2443	101.3068
Nov	78.0633	92.6083	74.6311	97.3079	73.4744	101.7088
Dic	78.2413	92.9780	74.2894	96.9163	72.71200	100.8417
<b>1978</b> Enr	78.4412	93.3057	74.0901	96.6453	72.1436	100.1049
Feb	78.2585	93.2192	73.7871	96.4012	71.8127	99.8912
Mar	78.3707	93.3552	73.6550	96.1394	71.3747	99.2488
Abr	78.1997	93.0613	73.4829	95.7706	71.2727	98.9196
May	78.1676	92.9233	73.9102	96.3591	72.0314	99.8234
Jun	79.2996	94.3119	74.7181	97.3748	72.7434	100.8127
Jul	80.2363	95.4383	75.1610	97.7881	72.9347	100.9809
Agt	82.1237	97.7.7933	76.4163	99.3863	73.9435	102.4354
Sep	83.3785	99.3775	77.3818	100.7031	74.7694	103.6707
Oct	85.8079	102.4882	78.7301	102.4302	75.0655	104.2872
Nov	85.5793	102.1144	79.2563	103.2638	76.0402	105.6758
Dic	85.5675	102.1295	79.0809	103.0173	75.5176	104.9746
<b>1979</b> Enr	86.3303	103.0828	79.5097	103.5353	75.4921	104.9495
Feb	87.3787	104.3324	80.5915	104.9895	76.5671	106.4654
Mar	87.7618	104.8049	80.9669	105.5136	76.8339	106.8478
Abr	89.5468	106.9109	82.8601	108.0421	78.7103	109.4355
May	92.5974	110.5379	85.9165	112.1007	81.8597	113.8332
Jun	92.0345	109.9186	85.1289	111.0489	80.7855	112.3559
Jul	90.4764	108.1947	82.9496	108.1150	77.9094	108.4120
Agt	90.6937	108.4476	83.2185	108.4846	78.2007	108.8075
Sep	90.3151	108.0462	82.6749	107.7844	77.4830	107.8210
Oct	90.4947	108.2570	82.9830	108.2515	77.7960	108.2710
Nov	90.1147	107.8014	82.6481	107.8292	77.1589	107.3756
Dic	89.0303	106.5678	81.1858	105.8268	75.3372	104.8374
<b>1980</b> Enr	89.1184	106.7076	81.0502	105.6117	74.9882	104.3566
Feb	88.8128	106.3168	80.9612	105.5305	75.0362	104.4336
Mar	87.6872	104.7903	80.9899	105.7209	76.0782	105.8742
Abr	84.9096	101.4568	78.5593	102.5843	73.9641	102.9286
May	84.1545	100.6842	77.0374	100.4558	71.9945	100.2255
Jun	84.4855	101.1344	77.0170	100.3821	71.8168	100.0124
Jul	83.2297	99.6681	75.6682	98.6021	70.2992	97.8966
Agt	82.0725	98.2354	74.9881	97.7954	69.9905	97.4769
Sep	80.9558	96.9145	73.9093	96.3850	69.0816	96.2410
Oct	80.3767	96.1703	73.7195	96.1945	69.3865	96.6683
Nov	79.6591	95.2247	73.7559	96.3908	70.0962	97.6925
Dic	78.0440	93.2079	72.7668	95.1672	69.7045	97.1525
<b>1981</b> Enr	76.8301	91.7312	71.8119	93.9420	69.0665	96.2956
Feb	74.3717	88.6595	70.6027	92.5919	69.1275	96.4115
Mar	74.3837	88.6979	70.6532	92.7210	69.2442	96.6251
Abr	73.8562	88.0256	70.6124	92.7942	69.6743	97.2621
May	72.7938	86.6538	70.6472	93.1003	70.9073	99.0700
Jun	71.5583	85.0853	70.0853	92.4635	71.1278	99.3353
Jul	70.3726	83.5940	69.4657	91.7376	71.0653	99.2071
Agt	69.4619	82.4583	69.0385	91.2764	71.1264	99.3241
Sep	70.7805	84.0986	69.5354	91.7258	70.6360	98.6043
Oct	70.2661	83.6192	68.6594	90.6401	69.3403	97.0331
Nov	70.1322	83.5392	68.2498	90.1148	68.8807	96.4689
Dic	69.4051	82.6499	67.7436	89.4879	68.6725	96.1959

#### 4. Índice posición efectiva (medias geométricas) (continuación)

	Frente a total mundial		Frente a países desarrollados		Frente a la CEE	
	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100	1970 = 100	1980 = 100
<b>1982</b> <i>Enr</i>	68.9592	82.0858	67.6118	89.3958	68.7957	96.3905
<i>Feb</i>	68.3869	81.3413	67.6103	89.5139	69.2797	97.0570
<i>Mar</i>	66.5545	79.1280	66.1040	87.5899	68.1110	95.4039
<i>Abr</i>	66.1417	78.6102	65.9843	87.5093	68.1984	95.5649
<i>May</i>	67.0475	79.7449	66.3279	87.8309	67.8746	95.1067
<i>Jun</i>	65.1002	77.3938	65.4047	86.9721	67.8290	95.2619
<i>Jul</i>	64.4209	76.6079	65.0821	86.7363	67.8466	95.4294
<i>Agt</i>	64.3401	76.5057	65.1280	86.8380	67.9781	95.6390
<i>Sep</i>	64.2358	76.3739	65.2463	87.0754	68.2893	96.1396
<i>Oct</i>	63.6418	75.5551	64.9950	86.6788	67.8789	95.5723
<i>Nov</i>	62.0679	73.6154	63.6422	84.8504	66.7154	93.9156
<i>Dic</i>	57.4427	68.1978	58.2442	77.5005	60.4849	85.1025

mismo fenómeno, confirmándose que las diferencias entre los dos índices, en cuanto a capacidad de medición, no son muy grandes. Así, por ejemplo, los efectos de la devaluación de la peseta del 6 de diciembre son prácticamente idénticos en ambos índices, tal como se muestra en la última columna del cuadro 3.

En consecuencia, el cuadro XIII-29 del *Boletín Estadístico* queda modificado por las razones anteriormente expuestas. En el cuadro XIII-30, ha sido necesario trasladar a 1980 la base de los índices de precios relativos, para adecuarlos a las series del índice de posición efectiva. También, por similares razones, se modifican las bases de las series de los indicadores contenidos en el *Boletín Económico* bajo el título:

- Índices de cotización al contado y del tipo de cambio efectivo de la peseta y variación de reservas.
- Cotización a plazo de la peseta.

18-I-1983.

# El mercado secundario y el rendimiento interno de los bonos de caja de los bancos industriales

## I. Introducción

Desde hace algún tiempo, el Servicio de Estudios del Banco de España viene multiplicando los esfuerzos para disponer de un conjunto, tan amplio como sea posible, de tipos de interés nominales y efectivos de los principales activos negociados en los mercados financieros a corto y largo plazo. Los resultados han sido incorporados tanto al Informe anual del Banco de España como a sus Boletines mensuales económico y estadístico. En este último, el considerable incremento del número de tipos seguidos ha reclamado la apertura de un capítulo específicamente destinado a mostrarlos.

En esta tarea, ahora ha llegado el momento de agregar a los tipos ya publicados el rendimiento interno de los bonos de caja (1) en el mercado secundario, calculado sobre las cotizaciones registradas en la Bolsa de Madrid. Para ello se ha utilizado básicamente el mismo procedimiento aplicado a la obtención del rendimiento interno de la deuda pública, por lo que en este trabajo no se tocarán los aspectos técnicos que quedaron expuestos al presentar esos datos (2).

Ha parecido, sin embargo, necesario realizar, en primer lugar, una exposición, siquiera esquemática, de la estructura y funcionamiento del mercado secundario de bonos, a falta de la cual se dificulta grandemente la interpretación del rendimiento interno obtenido. Sigue a ella la presentación de los resultados, cerrándose el trabajo con un comentario sobre la significación de los nuevos datos dentro de la estructura de tipos pasivos de la banca.

## II. El mercado secundario de bonos de caja

Durante muchos años, el mercado secundario de bonos de caja de los bancos industriales ha sido el único mercado de títulos de renta fija que se ha mostrado verdaderamente activo (ver cuadro 1). Únicamente en el año 1980 experimentó una fuerte contracción, que en las emisiones netas venía registrándose de manera progresivamente acentuada desde 1975. Esta última había sido causada no tanto por la ausencia de emisio-

---

(1) En este trabajo, los términos bonos y bonos de caja se emplean como sinónimos, referidos exclusivamente a los títulos emitidos por bancos industriales y de negocios. Quedan, pues, excluidos los bonos de tesorería de bancos comerciales.

(2) Véase «El rendimiento interno de la deuda pública», Banco de España, *Boletín Económico*, julio de 1982.

## 1. Negociación efectiva de valores en bolsa

m.m.

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
<b>Total</b>	<b>159,2</b>	<b>167,8</b>	<b>115,1</b>	<b>135,3</b>	<b>147,8</b>	<b>137,2</b>	<b>233,6</b>
<b>Renta fija</b>	<b>29,4</b>	<b>31,9</b>	<b>46,5</b>	<b>59,6</b>	<b>64,0</b>	<b>53,0</b>	<b>56,8</b>
Fondos públicos	11,4	9,7	10,6	12,2	12,0	15,7	14,2
Privada	18,0	22,2	35,9	47,4	52,0	37,3	42,6
Bonos	15,1	20,5	32,6	45,4	48,7	32,9	39,1
Otra	2,9	1,7	3,3	2,0	4,0	4,4	3,5
<b>Renta variable</b>	<b>129,8</b>	<b>135,9</b>	<b>68,6</b>	<b>75,7</b>	<b>83,8</b>	<b>84,2</b>	<b>176,8</b>

FUENTE: Memorias de la Dirección General de Política Financiera.

nes brutas como porque éstas no compensaban el importante volumen de las amortizaciones. Este proceso culminó en el año 1979, en que el flujo neto de fondos por el mecanismo de los bonos de caja fue negativo para los bancos. En conjunto, pues, podía apreciarse cierta retracción de los bancos en relación con los bonos, derivada de la pérdida de atractivo de éstos como vía de captación de pasivo en relación a los depósitos. Esto ocurrió por diversas razones. En primer lugar, los tipos de interés del mercado de valores habían experimentado una elevación que también alcanzó a los títulos emitidos por los bancos industriales. En segundo

lugar, a partir del último trimestre de 1975, las nuevas emisiones de bonos dejaron de ser calificadas para la cobertura del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorros. En tercer lugar, la reforma fiscal entrada en vigor en enero de 1979 completó la equiparación fiscal del rendimiento de los bonos de caja a los de otros activos financieros, eliminando el trato relativamente favorable a que había quedado reducida, años atrás, la inicial exención en el impuesto de rentas de capital. En cuarto lugar, a lo largo de los últimos años, la expansión del número de sucursales de la banca industrial abrió a la misma la posibilidad de llegar, de manera

## 2. Efectos sobre el margen financiero de la exclusión de los bonos de caja de los pasivos computables en los coeficientes de caja e inversión y de depósitos obligatorios (a)

	Siendo computables	Excluidos del coeficiente de caja y de los depósitos obligatorios (b)	Excluidos de los coeficientes de caja e inversión y de los depósitos obligatorios (c)
	1	2	3
1. Coeficiente de caja (d)	5,75	—	—
<i>Tipo de interés nominal de los activos de caja</i>	0,00	—	—
2. Depósitos obligatorios (d)	3,00	—	—
<i>Tipo de interés nominal de los depósitos obligatorios</i>	8,00	—	—
3. Coeficiente de inversión (d)	18,00	18,00	—
<i>Tipo de interés nominal medio de los activos computables en el coeficiente de inversión (e)</i>	8,00	8,00	—
4. Activos libres (100-[1+2+3]) (d)	73,25	82,00	100,00
<i>Tipo de interés nominal medio de los activos libres (e)</i>	18,00	18,00	18,00
5. Rendimiento nominal medio de la inversión financiada con bonos	14,87	16,20	18,00
6. Tipo de interés nominal de los bonos (coste) (e)	13,00	13,00	13,00
7. <b>Margen financiero (5-6)</b>	<b>1,87</b>	<b>3,20</b>	<b>5,00</b>

(a) Este cuadro es una aproximación al margen financiero en la actualidad con y sin la existencia de las medidas legales a las que se refieren las notas (2) y (3). No es una estimación de la repercusión de aquellas medidas sobre el margen en el momento en que fueron adoptadas.

(b) O.M. 18-XI-1978 y CBE núm. 154, de 20-XII-1978.

(c) O.M. 18-X-1979.

(d) Porcentaje del nominal de los bonos emitidos.

(e) Aproximado.

### 3. Emisiones de bonos de caja de bancos industriales

	Emisiones colocadas	Emisiones netas	Tipo de interés nominal medio ponderado
1975	49,8	54,9	8,82
1976	56,5	44,4	9,01
1977	53,4	23,6	9,76
1978	39,3	12,3	11,67
1979	47,6	-4,3	11,92
1980	77,4	21,2	12,50
1981	117,8	54,9	12,75

FUENTE: Banco de España.

más efectiva, al mercado de depósitos. En quinto lugar, los bonos no habían respondido en buena media a los fines para los que fueron diseñados. El principal de ellos era, sin duda, la captación de fondos a largo plazo y de reducido coste de gestión, y ambas cualidades se vieron amenazadas por la gestión del mercado secundario desarrollada por la mayor parte de los bancos emisores, basada en una activa política de mantenimiento de los cambios y de la liquidez.

A partir de 1980, sin embargo, tuvo lugar una importante recuperación del mercado primario, que repercutió en el reavivamiento del mercado secundario observado desde el año 1981. Esta recuperación se originó en una modificación de la situación relativa de los bonos en el pasivo bancario, que tuvo como consecuencia la elevación del margen financiero sobre los recursos captados por esta vía. Esta evolución fue iniciada en 1978 por la Orden ministerial de 18 de noviembre, que excluyó los bonos de los pasivos computables en el coeficiente de caja. En consecuencia, los bancos emisores pudieron disponer libremente de los activos que cubrían el coeficiente de caja correspondiente y de los depósitos obligatorios en el Banco de España (1). El cuadro 2 muestra que la citada disposición pudo afectar notablemente al margen financiero bruto de los bancos sobre los recursos captados mediante bonos (2).

El siguiente paso fue la modificación de los coeficientes de inversión de los bancos industriales introducida por la OM de 18 de octubre de 1979. Por la misma, quedaban excluidos de los pasivos computables a efectos del citado coeficiente los bonos de caja emitidos a partir de la entrada en vigor de la modificación. Esta

(1) Establecidos por la O.M.C. de 20 de noviembre de 1978, que desarrolló el D.L. 22/1960, de 15 de diciembre. La Circular del Banco de España 158, de 3 de enero de 1979, detalló su importe y forma de cumplimiento.

(2) En realidad, el cuadro 2 ilustra cuál sería la situación actual con y sin la existencia de las disposiciones legales que en el mismo se contemplan.

disposición tuvo consecuencias importantes para el mercado de bonos. Por una parte, el margen financiero obtenible sobre los bonos se elevó notablemente. Comparando las columnas 2 y 3 del cuadro 2, se mide el efecto de la disposición citada sobre el margen financiero bruto. Se aprecia que dicho efecto es superior al derivado de la exclusión de los bonos de los pasivos del coeficiente de caja.

Resumiendo, el resultado de ambas exclusiones fue que el margen citado se situó en un nivel aproximadamente 2,5 veces superior al que alcanzaría si aquellas modificaciones legales no hubiesen tenido lugar. Por otra parte, el aprovechamiento del beneficio derivado de la nueva regulación depende de la rapidez con que, en el conjunto de bonos de cada banco, los emitidos con posterioridad al 20 de octubre de 1979 sustituyan a los emitidos con anterioridad a esa fecha. Ahora bien, este proceso de sustitución no alcanzará a aquellos bonos antiguos cuyo tipo de interés sea lo suficientemente bajo como para que el margen de beneficio sobre los mismos compense el que se obtendría sobre los nuevos bonos, no computables en el coeficiente de inversión, pero emitidos a un tipo de interés nominal considerablemente más elevado.

Como consecuencia de lo anterior, se ha producido desde 1980 una expansión en el recurso de los bancos al mercado de bonos. El cuadro 3 permite apreciar que la evolución descrita se manifestó tanto en las autorizaciones de emisión como en las emisiones netas, es decir, en la captación efectiva de fondos.

Puede decirse que la nota más sobresaliente de los bonos de caja como activo financiero es precisamente la magnitud y la actividad de su mercado secundario. Ningún otro activo incorporado en título valor, sea de renta fija o variable, ha tenido un mercado comparable al de los bonos. El cuadro 4 muestra, en efecto, que el mercado bursátil de acciones bancarias, que es el más activo de los mercados bursátiles de renta variable, ha permanecido sistemáticamente por debajo del de bonos de caja, no sólo en volúmenes absolutos, sino también en la liquidez, aproximada por la rotación del nominal admitido a cotización. Lo mismo es aplicable si la comparación se amplía para incluir también a los mercados no bursátiles en relación a los capitales de los valores bancarios, sea en términos absolutos o relativos (1).

(1) La liquidez de los bonos podría considerarse incrementada por el efecto de las cuantiosas amortizaciones no derivadas de compras en el mercado secundario.

#### 4. Importancia relativa de la negociación de los bonos de caja y de las acciones bancarias

m.m.

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
1. Negociación nominal de bonos de caja en las bolsas	14,9	20,4	32,5	43,1	48,1	32,5	38,7
2. Negociación nominal de bonos en bolsas y corredores	20,3	25,5	40,1	51,2	53,7	34,7	43,8
3. Nominal admitido en la Bolsa de Madrid (a)	99,2	188,0	223,3	239,9	255,1	252,6	269,0
4. Saldo de bonos en circulación (c)	198,2	242,6	272,1	283,0	282,7	287,8	349,3
5. $\frac{1}{3}$ 100	15,02	10,85	14,55	17,97	18,86	12,87	14,39
6. $\frac{1}{4}$ 100	7,52	8,41	11,94	15,23	17,01	11,29	11,08
7. $\frac{2}{4}$ 100	10,24	10,51	14,74	18,09	19,00	12,06	12,54
8. Negociación nominal de acciones de bancos en bolsa	8,4	10,2	9,7	14,5	18,7	18,6	29,8
9. Negociación nominal de acciones de bancos en bolsa y corredores	9,8	12,3	11,0	17,7	22,7	22,9	35,7
10. Nominal admitido en la Bolsa de Madrid	94,4	127,0	159,4	188,6	206,5	218,2	235,8
11. Capital nominal medio de bancos (b) (c)	154,8	200,5	237,0	258,1	289,0	322,0	362,5
12. $\frac{8}{10}$ 100	8,90	8,03	6,09	7,69	9,06	8,52	12,64
13. $\frac{8}{11}$ 100	5,43	5,09	4,09	5,62	6,47	5,78	8,22
14. $\frac{9}{11}$ 100	6,33	6,13	4,64	6,86	7,85	7,11	9,85

(a) Diciembre del año anterior.

(b) Desembolsado.

(c) Media anual de los saldos a fin de mes.

FUENTE: Dirección General de Política Financiera, Bolsa de Madrid y Banco de España.

Si la comparación se traslada a la frecuencia de cotización, los bonos y las acciones bancarias más activos cotizan prácticamente todos los días bursátiles, aunque la fragmentación de los bonos de cada banco en diversas emisiones, con mercados separados, a diferencia de lo que sucede con las acciones, origina que la frecuencia media de las distintas emisiones de bonos sea inferior, en muchos casos, a la de las acciones del mismo banco.

Esta situación del mercado de bonos deriva de la política seguida, no por todos, pero sí por los principales emisores en el mercado de dicho activo. En realidad, los bancos que no han intervenido activa y asiduamente en el mantenimiento del mercado han terminado ocupando un lugar puramente marginal en el mismo, y no sólo en el secundario, donde sus emisiones languidecen al igual que la inmensa mayoría de las obligaciones, sino también en el primario. Este hecho subraya, por una parte, la importancia de la liquidez del mercado secundario para el funcionamiento del de emisiones, si se quiere mantener tipos de interés reducidos en relación a los vigentes en el mercado de valores, y, por otra, aboca a plantear el mecanismo utilizado para alcanzar ese objetivo y sus límites.

El mecanismo utilizado para dotar de liquidez a los bonos ha consistido en una intervención constante en

el mercado, orientada al mantenimiento de las cotizaciones a la par, con ajustes de las mismas en los días anteriores al vencimiento de cupón, para incorporar, en la mayoría de los casos de manera incompleta, el importe del mismo. Esta gestión del mercado produce un perfil característico, en dientes de sierra, en la representación del rendimiento interno, que más adelante se comentará, y cuyo rasgo principal consiste en una marcada estacionalidad pautaada por el intervalo entre vencimientos sucesivos de cupón. Un rasgo frecuente en la instrumentación de la política reseñada es la incorporación del cupón a la cotización en cantidades absolutas fijas –un cuarto de punto por semana, por ejemplo–, con independencia del momento en que se encuentra la emisión respecto a su amortización, lo que se traduce en que los dientes de sierra adquieran progresivamente mayor intensidad, a medida que el vencimiento del cupón se aproxima a la amortización. La evolución de los últimos meses de 1982 parece indicar que la política practicada se limita a impedir las cotizaciones inferiores a la par.

Esta política tiene sus límites, y uno de ellos viene impuesto por el coste de instrumentarla en un entorno en el que los tipos de interés se elevan intensamente. Esta ha sido la situación en el mercado español, y, frente a ella, los bancos han reaccionado combinando en sus emisiones nuevas elevaciones e indicación de



tipos (1), acortamiento de plazos, introducción de primas o lotes, y, cuando la situación del mercado lo ha favorecido, introduciendo la opción de conversión en acciones. En el caso de sus emisiones existentes, ha sido frecuente la revisión, a iniciativa del emisor, de los tipos vigentes en el mercado. Ahora bien, no todos los bancos activos en este mercado han acudido a esta solución, sin abandonar, por eso, la política de mantenimiento de la par. Así, se ve el caso curioso de que emisiones similares de ciertos bancos, con tipos de interés nominales separados, a veces, por 2 y 3 puntos, cotizan todas a la par y, por consiguiente, producen rendimientos internos notablemente distintos. Tal situación sería excepcional y transitoria en un mercado en el que los inversores dispusiesen de mejor información en el triple sentido de que fuese más completa, más rápida y distribuida por canales independientes de los propios emisores. No es ese, en general, el caso del mercado español, pero, incluso en éste, los inversores institucionales disponen de información independiente y de una gestión profesional, de manera que hay que pensar en la posibilidad de acuerdos privados entre los bancos y estos inversores, ya que la hipótesis de que éstos hubiesen revendido a los bancos emisores su cartera de emisiones con tipo nominal bajo resulta difícilmente aceptable a la vista de las cantidades negociadas y del nominal vivo.

La política de intervención descrita ha sido llevada a cabo por los bancos emisores directamente y, con más frecuencia, por sociedades del grupo financiero del que aquel forma parte. Actualmente, sin embargo, la circular del Banco de España n.º 13/1981, de 24 de febrero, ha impuesto otra limitación de orden institucional y que puede resultar de gran importancia. La circular citada desarrolló algunos aspectos consecuentes a la liberalización y clarificación de los tipos de interés y otras condiciones de coste y plazo de los activos y pasivos bancarios. Entre las condiciones de plazo, se incluía el que la naturaleza temporal del activo en su origen no fuese desvirtuada en la práctica por el propio banco emisor o alguien que actuara por cuenta suya (2).

---

(1) La mayoría de estas indicaciones ha igualado el tipo nominal de la emisión de bonos al tipo básico del Banco de España más un diferencial, fijando, al mismo tiempo, un tipo máximo y uno mínimo.

(2) La norma 5.ª de la circular citada, al tiempo que recuerda la imposición del artículo 128 de la Ley de Sociedades Anónimas de amortizar los bonos adquiridos en bolsa por sus bancos emisores, previene sobre el quiebro a la citada norma, al disponer que «los bancos no encubrirán el cumplimiento de esa obligación mediante la adquisición a través de terceros, u otras prácticas similares, debiendo proceder, por tanto, a la cancelación de los que así adquieran». Únicamente autoriza a mantener en cartera el 2 % de los bonos en circulación para cubrir obligaciones derivadas del art. 41.2.b) del Reglamento de Bolsas.

Hay que señalar, no obstante, que las disposiciones de la circular citada no impiden la práctica del mantenimiento en bolsa de las cotizaciones, sino que únicamente modifican su aplicación. Ahora, en efecto, los bonos comprados han de amortizarse en cuanto excedan del 2 % de los bonos en circulación, mientras anteriormente podían mantenerse en las carteras de las sociedades encargadas de ejecutar la política de intervención del mercado secundario. Este cambio tiene como consecuencia que, en la actualidad, la gestión de un mismo volumen de financiación por bonos de caja implica emisiones brutas y amortizaciones más elevadas que anteriormente, con lo que el coste de aquella resulta incrementado con los costes propios de amortizar y emitir, entre los que no se cuenta el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, del que están exentos (1). Por otra parte, el mecanismo a que obliga la circular citada es congruente con el aprovechamiento de las ventajas derivadas de la exclusión de los bonos de los pasivos del coeficiente de inversión, ya que dicha exclusión sólo es aplicable a los emitidos a partir del 20 de octubre de 1979.

Resumiendo, pues, las características del mercado secundario de bonos de caja, hay que señalar que es el mercado secundario de valores más activo, como consecuencia de que un grupo de bancos reducido, pero con el mayor peso en el mismo, ha mantenido una política de intervención activa, cifrada en facilitar la liquidación de la inversión por parte de los bonistas sin pérdidas de capital. Esta política, que aproxima los bonos a los depósitos de ahorro, ha sido aplicada con frecuencia, independientemente del tipo nominal de interés de la emisión, lo que ha tenido como resultado el que los rendimientos internos de las distintas emisiones diverjan, no sólo atendiendo al grado de riesgo atribuible al banco emisor, sino también al tipo nominal en emisiones, por lo demás, similares. La aplicación estricta de la norma 5.ª de la circular 13/1981 del Banco de España requiere ciertas modificaciones en la gestión bancaria del mercado secundario de bonos, en un sentido que favorece el aprovechamiento de las ventajas introducidas en la normativa legal de los bonos como pasivos bancarios. Estas mejoran el margen financiero bruto sobre los recursos captados por este instrumento y amplían, por consiguiente, las posibilidades de su mercado primario.

---

(1) Esta exención arranca de la creación de los bancos industriales y queda recogida también en el art. 48, I, B, 9 del texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados, aprobado por el R.D. 3050/1981, de 30 de diciembre.

### III. El rendimiento medio de los bonos de caja

El rendimiento interno de los bonos de caja se ha calculado, según se indicó, utilizando el mismo procedimiento aplicado para obtener el de la deuda pública, con una modificación menor, derivada de las características del mercado de bonos. La gestión del mercado que acaba de exponerse implica el mantenimiento de la cotización, con lo que, en estos casos, el cálculo del rendimiento, cada día que existe cotización, significa obtener información redundante. Por ello, y dado que las emisiones seleccionadas pertenecen, como se verá, a emisores que controlan el mercado de sus bonos de caja, se decidió realizar el cálculo del rendimiento sólo sobre la cotización del viernes de cada semana, o, en caso de que no existiera, sobre la más próxima en el tiempo que fuera homogénea, en términos de cupón corrido, con la del viernes. El rendimiento mensual de cada emisión es la media simple de sus rendimientos semanales. El resto de los aspectos técnicos del cálculo no difiere de los recogidos en el trabajo citado al principio para el rendimiento de la deuda pública.

La inexistencia para los bonos de caja de exención o bonificación en el antiguo impuesto de rentas de capi-

tal hace que el régimen de retenciones y de recuperación de las mismas en la declaración-liquidación de los impuestos personales sea idéntico para cualquier inversor, y, por consiguiente, el rendimiento interno de aquellos valores, calculado sin tener en cuenta la incidencia de la desgravación fiscal a la inversión, es el mismo para todos los inversores sujetos a impuesto personal, a diferencia de lo que sucede con el rendimiento interno medio de la deuda pública o de las obligaciones.

Se ha calculado, pues, el rendimiento interno bruto de las emisiones de bonos de caja que figuran en el cuadro 5, cuya selección se justificará más adelante. Los rendimientos individuales figuran en el cuadro 6, y se representan en los gráficos 1, 2 y 3, en los que se ha incorporado, para mantener una curva de referencia común, el rendimiento medio ponderado. Este ha sido obtenido utilizando como ponderación el nominal vivo en circulación, y figura en el cuadro 7, junto con otros datos agregados, entre los que se cuenta, por razones que más adelante se expondrán, la media móvil de tres meses de la media ponderada.

Se verán a continuación las vías por las que las características del mercado secundario de bonos imponen

#### 5. Bonos de caja seleccionados para el cálculo de su rendimiento interno

Millones de pesetas

		Capital nominal vivo en diciembre 1980	Negociación efectiva (a)		Amortización		Días negociados	
			1981	ENE-NOV 1982	1981	ENE-NOV 1982	1981	ENE-NOV 1982
Indubán	11-74	3.000	399	13	—	459	116	141 (c)
Indubán	15-77	4.000	275	547	1.449	102	126	145
Indubán	17-78	3.000	187	125	1.609	49	102	124
Bankinter	9-72	1.135	211	amortizada	1.135	—	147	—
Bankinter	10-73	1.794	403	166	374	181	178	150
Bankinter	17-77	1.360	344	135	307	147	182	160
Bankinter	18-78	1.072	234	148	215	172	160	140
Bankinter	19-79	10.000	4.210	1.930	—	—	195	180
Popular Industrial	8-73	4.000	498	828	125	900	165	159
Popular Industrial	11-76	4.150	842	901	50	—	194	181
Popular Industrial	12-77	3.050	693	725	65	25	189	182
Popular Industrial	13-80	4.071	755	557	—	—	194	179
Progreso	A-80	300	26	9	—	—	106	68
Urquijo	14-80	3.000	438	499	—	—	90	89
Urquijo	15-80	9.000	586	526	—	—	73	106
TOTAL		52.932	10.101	7.709	5.329	2.035		
Total nominal vivo y negociación efectiva bonos Bolsa de Madrid (b)		253.508	23.094	36.377				
Porcentajes		20,9	43,7	21,2				

(a) En la Bolsa de Madrid.

(b) Convertibles y no convertibles.

(c) Días negociados hasta el 27 de noviembre, fecha de amortización originalmente establecida.

condicionantes en el cálculo del rendimiento interno de estos activos, y, de modo especial, en la interpretación que del mismo debe hacerse, así como las precauciones tomadas para paliarlos.

En primer lugar, la selección de emisiones de bonos de caja para elaborar un rendimiento se ha realizado atendiendo a criterios de mayor frecuencia y volumen de negociación. En consecuencia, la elección ha de recaer necesariamente en emisiones de bancos que controlan el mercado de sus bonos. Este control se ha manifestado en mantener la par, cualquiera que sea el tipo de interés nominal, salvo en los momentos inmediatamente anteriores al pago de cupón.

A lo largo de los años, sin embargo, se ha producido un crecimiento muy acusado de los tipos de interés que han debido incorporar las nuevas emisiones de bonos de caja de bancos industriales. En estas circunstancias, la política de intervención puede transformarse en política de sustitución de emisiones viejas con bajos tipos de interés por emisiones nuevas con tipos más altos. Hasta que la O.M. de 18-X-79 hizo atractiva esta posibilidad —y, en algún caso, posteriormente—, ha sido práctica frecuente y repetida, como se ha visto más arriba, evitar la sustitución actualizando los tipos de interés de las emisiones antiguas hasta igualarlos con los de las nuevas, aunque no todos han procedido de la misma manera ni al mismo tiempo. No hay duda de

## 6. Rendimiento interno bruto de los bonos de caja

Porcentaje anual

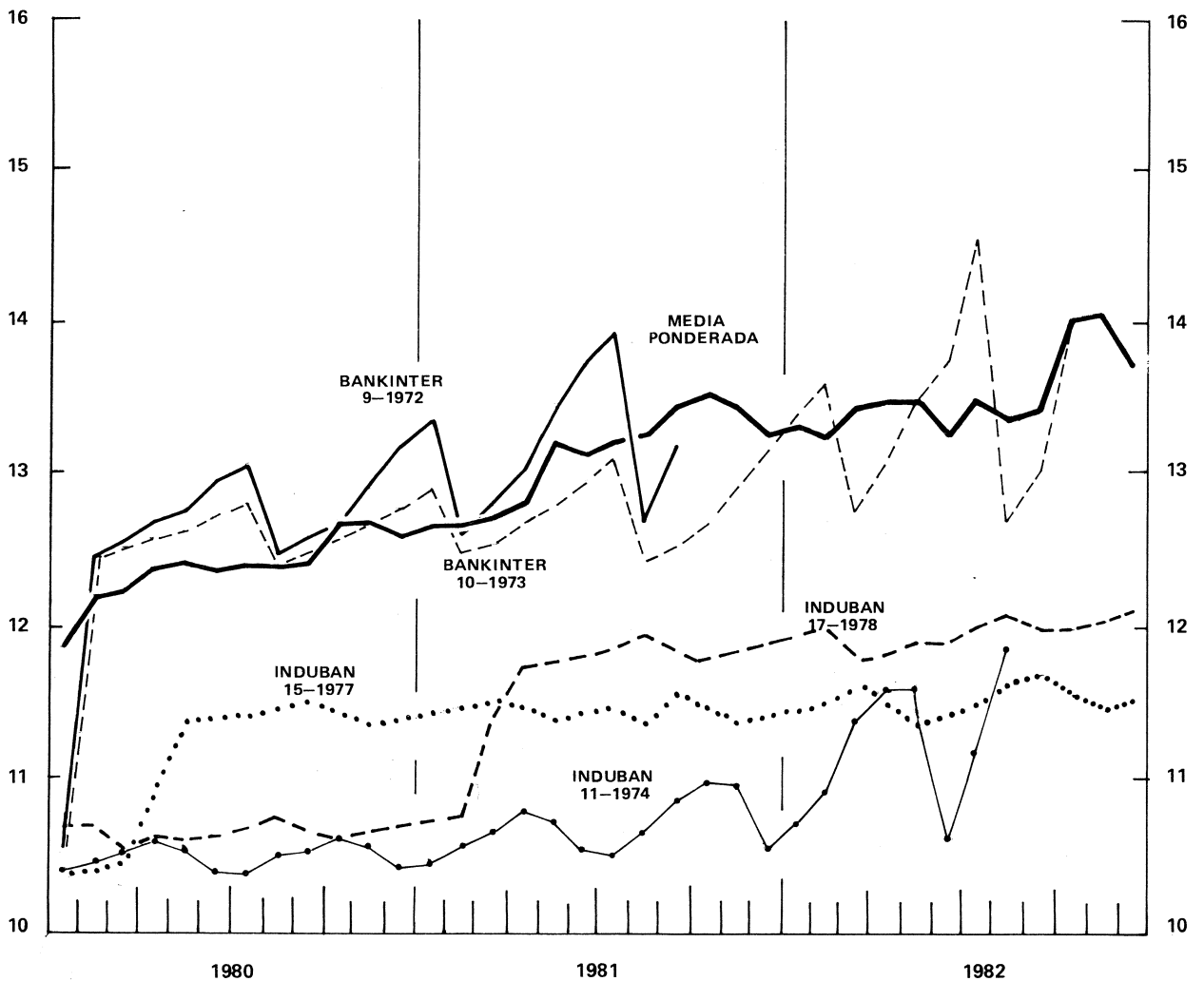
	Induban			Bankinter					Popular Industrial			Progreso	Urquijo		
	11-1974 9 %	15-1977 9 %	17-1978 10 %	9-1972 6,5 %	10-1973 6,5 %	17-1977 10 %	18-1978 10 %	19-1979 12 %	8-1973 7 %	11-1976 9 %	12-1977 9 %	13-1980 13 %	A-1980 13,5 %	14-1980 13 %	15-1980 14 %
<b>1980</b>															
ENE	10,39	10,38	10,68	10,53	10,41	12,41	12,48		13,55	13,52	13,53				
FEB	10,44	10,40	10,71	12,48	12,43	12,44	12,53		13,64	13,56	13,56				
MAR	10,50	10,44	10,55	12,57	12,52	12,46	12,59		13,74	13,60	13,62				
ABR	10,60	10,85	10,66	12,73	12,60	12,50	12,43		13,90	13,72	13,72				
MAY	10,58	11,37	10,63	12,79	12,65	12,54	12,41	12,38	13,66	13,71	13,53				
JUN	10,32	11,41	10,66	12,97	12,74	12,48	12,44	12,39	13,64	13,53	13,55				
JUL	10,38	11,42	10,70	13,09	12,84	12,41	12,45	12,42	13,69	13,56	13,55				
AGO	10,47	11,50	10,77	12,47	12,41	12,43	12,51	12,45	13,68	13,56	13,58				
SEP	10,55	11,52	10,68	12,58	12,51	12,47	12,53	12,49	13,75	13,58	13,62				
OCT	10,65	11,44	10,64	12,70	12,57	12,50	12,43	12,50	13,84	13,66	13,66	13,60		15,91	
NOV	10,61	11,39	10,69	12,92	12,70	12,55	12,42	12,47	13,63	13,64	13,50	13,66		14,95	
DIC	10,39	11,42	10,71	13,20	12,78	12,48	12,47	12,40	13,58	13,50	13,51	13,54	15,00	13,91	
<b>1981</b>															
ENE	10,43	11,45	10,75	13,37	12,94	12,41	12,48	12,44	13,66	13,55	13,57	13,50	14,49	14,45	
FEB	10,58	11,50	10,79	12,60	12,51	12,45	12,52	12,46	13,81	13,61	13,63	13,55	14,41	14,10	
MAR	10,65	11,54	11,41	12,82	12,57	12,49	12,56	12,49	13,92	13,67	13,67	13,57	13,82	13,84	
ABR	10,82	11,48	11,75	13,01	12,68	12,52	12,43	12,52	13,97	13,73	13,71	13,61	14,07	14,14	
MAY	10,75	11,38	11,78	13,44	12,81	12,55	12,41	12,49	13,71	13,68	13,31	13,72	14,48	14,01	15,35
JUN	10,54	11,44	11,82	13,79	12,96	12,48	12,44	12,39	13,60	13,52	13,49	13,57	14,70	13,96	14,81
JUL	10,49	11,47	11,87	13,95	13,13	12,41	12,48	12,43	13,70	13,53	13,57	13,51	14,75	13,84	14,94
AGO	10,64	11,37	11,98	12,70	12,45	12,45	12,51	12,46	13,77	13,59	13,57	13,53	14,14	14,44	15,05
SEP	10,86	11,59	11,85	13,21	12,58	12,47	12,55	12,48	13,86	13,63	13,64	13,56	14,24	14,96	15,52
OCT	11,00	11,49	11,81		12,69	12,52	12,48	12,51	14,04	13,69	13,69	13,61	14,52	15,40	15,72
NOV	10,97	11,40	11,85		12,91	12,53	12,43	12,52	13,70	13,69	13,50	13,64	15,32	14,80	15,50
DIC	10,56	11,45	11,91		13,13	12,47	12,45	12,41	13,70	13,56	13,58	13,57	16,20	14,10	15,03
<b>1982</b>															
ENE	10,72	11,49	11,98		13,45	12,42	12,50	12,43	13,85	13,61	13,60	13,52	16,14	14,89	14,93
FEB	10,92	11,56	12,03		12,60	12,45	12,53	12,47	13,93	13,65	13,65	13,55	13,91	15,67	14,24
MAR	11,42	11,63	11,81		12,74	12,49	12,57	12,49	14,14	13,70	13,71	13,60	14,03	15,24	15,16
ABR	11,62	11,49	11,85		13,07	12,52	12,49	12,54	14,36	13,79	13,78	13,67	14,19	14,79	15,07
MAY	11,62	11,40	11,99		13,43	12,58	12,43	12,47	13,74	13,72	13,48	13,70	14,85	14,71	15,43
JUN	10,60	11,46	11,95		13,76	12,50	12,45	12,40	13,73	13,52	13,53	13,61	15,50	14,03	14,91
JUL	11,18	11,52	12,05		14,58	12,42	12,49	12,42	13,84	13,57	13,58	13,50	16,07	15,23	15,32
AGO	11,87	11,61	12,13		12,70	12,47	12,53	12,46	14,16	13,63	13,64	13,55	13,40	16,54	14,13
SEP		11,66	11,95		13,01	12,49	12,57	12,49	14,41	13,70	13,69	13,61	14,63	15,42	14,07
OCT		11,51	11,96		13,97	12,52	12,48	12,53	14,61	13,81	13,77	13,66	14,80	18,55	15,67
NOV		11,41	12,01			12,60	12,43	12,52	13,90	13,76	13,52	13,71	15,95	16,51	16,76
DIC		11,49	12,10			12,50	12,48	12,41	14,09	13,63	13,59	13,59	17,75	14,75	15,66

que la actualización de los tipos nominales palió los efectos negativos sobre el rendimiento interno, como indicador de los tipos de mercado, de la política de mantenimiento de la par. Sin embargo, no elimina por completo todos ellos, y añade alguno propio. Los saltos en las series individuales de rendimiento por actualización de los tipos de interés nominales plantean, en efecto, el inconveniente de que concentran en un momento una subida que ha tenido lugar a lo largo de un período dilatado y que únicamente ha tenido reflejo en el promedio a través de emisiones nuevas incorporadas a la muestra. En consecuencia, se han producido saltos en los rendimientos individuales de las emisiones de esos bancos, con repercusiones serias en el

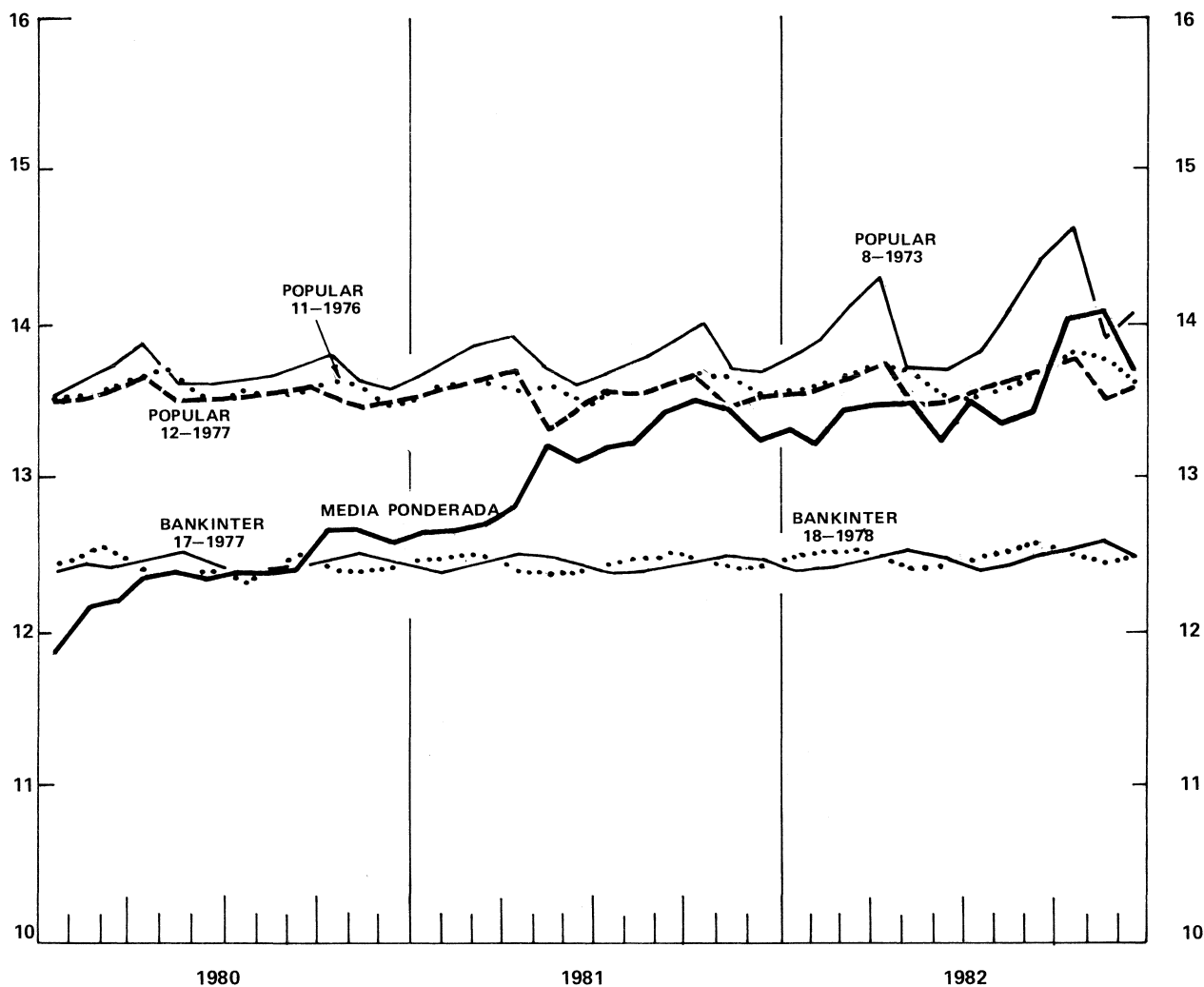
promedio total, que no corresponden a movimientos contemporáneos en los tipos de interés.

Otros bancos, por el contrario, han mantenido bajos los tipos de las emisiones antiguas, mientras han realizado las nuevas a tipos actuales, con lo que, practicando en todas la intervención a la par, se producen divergencias en el rendimiento entre emisiones del mismo banco, con el resultado de que, en un período de elevación de los tipos de interés, se introduce un sesgo a la baja en el rendimiento promedio, que podría ser muy importante, si no se hubiesen eliminado las emisiones más llamativas en este sentido.

### 1. Rendimiento interno bruto de bonos de caja



## 2. Rendimiento interno bruto de bonos de caja



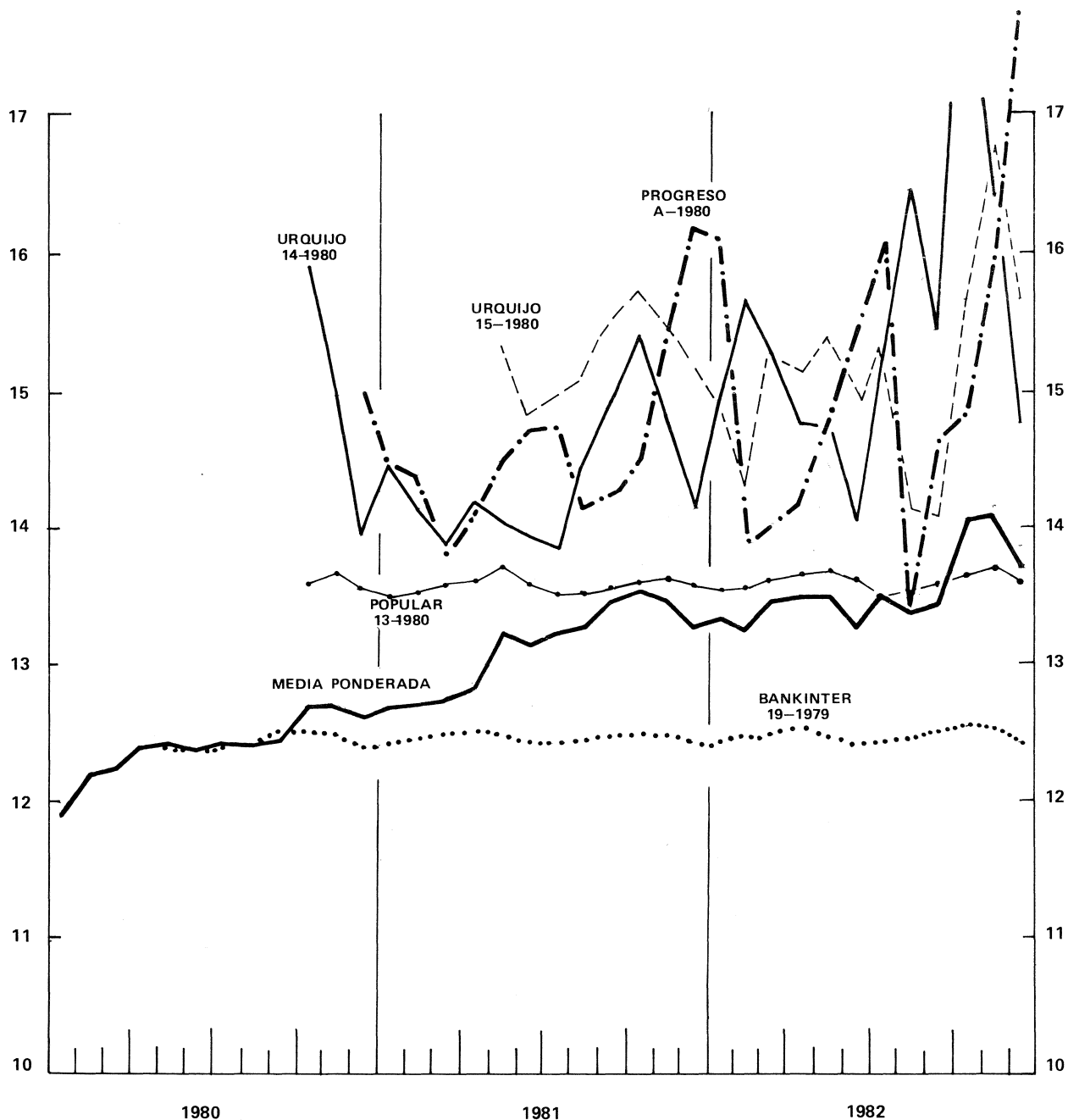
Por otra parte, la indicación de los tipos tampoco garantiza, por sí sola, una acomodación mejor a los tipos del mercado. Como se ha visto, en el caso de los bonos la indicación se ha hecho igualando el tipo nominal al tipo básico del Banco de España más un diferencial y limitando la posible oscilación entre un tipo mínimo y otro máximo. Pues bien, el tipo básico permanece invariable en el 8 % desde el 26 de julio de 1977.

Para reducir los efectos negativos de la situación descrita, de la que pueden verse ejemplos en el gráfico 1, se ha decidido, por una parte, incorporar con

frecuencia emisiones nuevas que permitan incrementar la sensibilidad del rendimiento promedio a la evolución del tipo de mercado y, por otra, suprimir las emisiones que podrían engrosar seriamente el sesgo a la baja en el rendimiento promedio. Como consecuencia de esto y de las medidas tomadas para reducir los efectos de los problemas que se examinan a continuación, las emisiones seleccionadas han quedado reducidas a las que figuran en el cuadro 5.

Un segundo grupo de problemas se deriva de la forma en que el cupón corrido repercute en la cotización de los bonos. Parece, en efecto, que es práctica

### 3. Rendimiento interno bruto de bonos de caja



común que la incorporación del cupón corrido a la cotización se inicie escasas semanas antes del vencimiento del mismo; no se realice por la totalidad de su importe y, a menudo, se practique incorporando una cantidad fija por período de tiempo —por ejemplo, incremento semanal de un cuarto de punto—, con inde-

pendencia del importe del cupón y de la proximidad de la amortización. La consecuencia de esa forma de proceder es doble. Por una parte, el rendimiento interno de cada emisión recibe una estacionalidad acusada, coincidente con el período de maduración del cupón (un semestre, en general), y muestra, como se anticipó más

## 7. Rendimiento interno y vencimiento medios de los bonos de caja

Todos los inversores sujetos al IRPF o al IS									
	Nominal en circulación (millones)	Número de emisiones	Rendimiento medio (porcentaje)				Vencimiento medio (años)		
			Media simple	Desviación típica	Media ponderada	Desviación típica	Media móvil de 3 meses de la media ponderada	Media ponderada	Desviación típica
<b>1980</b>									
ENE	28.231	10	11,79	1,37	11,89	1,46	—	5,45	2,10
FEB	28.225	10	12,22	1,21	12,22	1,35	12,12	5,36	2,10
MAR	28.110	10	12,26	1,25	12,25	1,38	12,29	5,27	2,10
ABR	28.024	10	12,37	1,21	12,40	1,34	12,36	5,19	2,09
MAY	27.923	11	12,39	1,06	12,42	1,22	12,36	5,11	2,09
JUN	37.809	11	12,38	1,08	12,39	1,06	12,41	6,45	2,97
JUL	37.746	11	12,41	1,08	12,42	1,06	12,41	6,37	2,96
AGO	37.688	11	12,35	1,02	12,40	1,01	12,41	6,29	2,96
SEP	37.479	11	12,39	1,04	12,44	1,03	12,42	6,22	2,96
OCT	39.908	13	12,78	1,37	12,72	1,37	12,52	5,94	2,94
NOV	43.701	13	12,70	1,20	12,71	1,18	12,63	6,03	2,84
DIC	43.932	14	12,78	1,22	12,61	1,09	12,68	5,93	2,85
<b>1981</b>									
ENE	43.928	14	12,82	1,20	12,69	1,13	12,66	5,84	2,85
FEB	43.916	14	12,75	1,14	12,68	1,08	12,71	5,76	2,85
MAR	43.690	14	12,79	1,00	12,74	1,00	12,75	5,70	2,84
ABR	43.445	14	12,89	1,01	12,83	1,00	12,93	5,62	2,84
MAY	52.316	15	13,06	1,17	13,21	1,32	13,06	5,02	2,82
JUN	50.444	15	13,08	1,15	13,13	1,19	13,18	4,93	2,87
JUL	48.915	15	13,07	1,17	13,21	1,21	13,20	4,86	2,90
AGO	48.867	15	12,98	1,14	13,25	1,25	13,30	4,77	2,90
SEP	48.829	15	13,13	1,21	13,43	1,37	13,41	4,70	2,90
OCT	47.749	14	13,23	1,36	13,54	1,47	13,47	4,70	2,87
NOV	47.660	14	13,20	1,33	13,43	1,36	13,41	4,61	2,87
DIC	47.603	14	13,15	1,39	13,25	1,26	13,33	4,53	2,86
<b>1982</b>									
ENE	47.383	14	13,25	1,40	13,32	1,26	13,27	4,45	2,87
FEB	47.295	14	13,08	1,19	13,25	1,16	13,34	4,37	2,86
MAR	47.081	14	13,19	1,18	13,46	1,26	13,39	4,30	2,87
ABR	47.798	14	13,23	1,13	13,47	1,19	13,47	4,23	2,87
MAY	46.480	14	13,25	1,18	13,47	1,288	13,40	4,16	2,86
JUN	45.970	14	13,14	1,28	13,26	1,21	13,41	4,11	2,87
JUL	45.760	14	13,41	1,44	13,50	1,34	13,38	4,03	2,86
AGO	45.747	14	13,20	1,22	13,37	1,18	13,43	3,94	2,86
SEP	43.171	13	13,36	1,07	13,43	0,97	13,61	4,08	2,80
OCT	43.074	13	13,83	1,78	14,04	1,77	13,85	4,00	2,80
NOV	41.788	12	13,76	1,70	14,07	1,81	13,93 p	4,02	2,77
DIC	41.788 p	12	13,67	1,67	13,69 p	1,37 p	—	3,93 p	2,77 p

arriba, un perfil en dientes de sierra, coincidiendo el máximo con las fechas previas al vencimiento del cupón, y el mínimo, con las inmediatamente posteriores (ver gráficos 1, 2 y 3). Por otra parte, las oscilaciones estacionales crecen en intensidad, a medida que se aproxima la fecha de amortización de los bonos, hasta el punto de que es necesario eliminar de la muestra las emisiones, antes de que su plazo de vida se reduzca a tres o cuatro meses, so pena de que su influencia en la media pase a ser dominante. Incidentalmente, resulta sorprendente el mantenimiento del patrón descrito, porque da lugar a claras oportunidades de beneficio, si los corretajes e impuestos no lo impiden, induciendo a

concentrar las compras en los momentos anteriores al vencimiento del cupón, y las ventas, en los posteriores. Conviene señalar que la unidad de variación de las cotizaciones —el cuarto de punto— introduce una inestabilidad muy fuerte en el rendimiento interno, en cualquier caso, cuando la amortización del valor es inferior al plazo señalado más arriba (1).

(1) No está de más llamar la atención sobre el carácter abstracto de los tipos de rendimiento considerados aquí, ya que no se tienen en cuenta ni costes de transacción ni impuestos, que pasan a tener un peso decisivo en plazos tan cortos como los que se contemplan.

La influencia que este grupo de problemas ejerza sobre el rendimiento promedio depende directamente del componente estacional que se traslade de las series individuales al agregado. En el período abarcado por los datos, excesivamente corto para aplicar un proceso de desestacionalización adecuado a la estacionalidad semestral de las series, los vencimientos de cupones se distribuyen en el tiempo de forma que no parece que el rendimiento promedio presente estacionalidad. No obstante, descartada momentáneamente la desestacionalización de las series individuales, se ha optado por ofrecer un rendimiento promedio en el que la influencia de la estacionalidad de aquéllas haya quedado aún más diluida. Para ello, se ha calculado la media móvil trimestral del rendimiento medio ponderado (ver cuadro 7), que no desdibuja los efectos sobre éste de otros factores, tanto como lo haría la eliminación de la estacionalidad de las series individuales empleando medias móviles de seis meses.

#### IV. El rendimiento interno de los bonos de caja y otros tipos a corto y medio plazo

Una vez obtenido el rendimiento interno en un mercado como el que se ha descrito anteriormente, y que obliga a introducir tantos elementos de arbitrariedad en la selección de los datos de partida del cálculo, surgen, al menos, dos cuestiones. La primera de ellas atañe al significado del rendimiento obtenido, y su respuesta exige determinar de qué informa y, consiguientemente, para qué sirve. Inmediatamente después, hay que determinar la coherencia de esa información con la proporcionada por otros indicadores del mercado.

La respuesta a la primera de las cuestiones ha de entenderse sometida a las salvedades que deban formularse por las características del mercado descrito y la presumible dispersión de los rendimientos obtenidos sobre bonos por la muy diferente capacidad negociadora de los distintos tipos de inversores. Por ello, el tipo de rendimiento obtenido no debe interpretarse como un tipo de referencia válido para todos los submercados en que puede dividirse el de bonos, sino únicamente para el que concuerda con los supuestos implícitos en las condiciones de cálculo. Este es, en esencia, el formado por inversores que compran o venden los bonos en bolsa —a las cotizaciones oficiales, por consiguiente—, y que no obtienen de los títulos otros ingresos que los derivados de las condiciones públicas que figuran en los mismos. Hecha esta aclaración, la interpretación del rendimiento ha de encajar entre dos grandes alternativas. Puede, en efecto, repre-

sentar un coste, bien sea el coste medio para los bancos de obtener nuevos recursos a través de la colocación de bonos de caja en el segmento del mercado antes descrito, bien sea el coste medio satisfecho por los bancos en cada momento por los pasivos citados. Alternativamente, puede que represente mejor la contrapartida, para los inversores en bonos descritos más arriba, de las dos categorías de coste contempladas, es decir, el rendimiento que incita a tales inversores a realizar una inversión adicional en bonos, o bien el rendimiento medio obtenido por los mismos en cada momento de la totalidad de su inversión en dichos instrumentos.

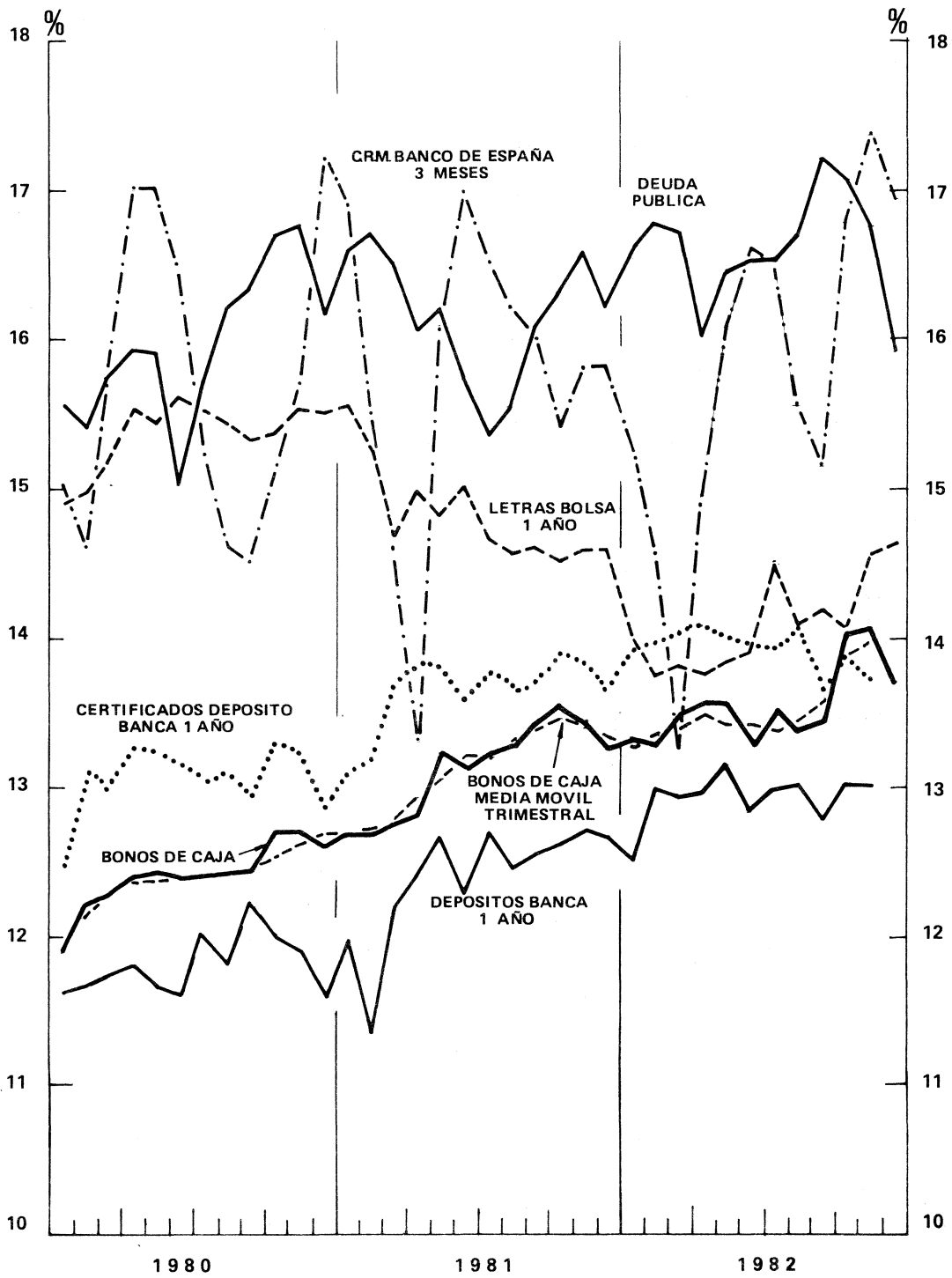
En esencia, la separación entre ambas magnitudes —coste y rendimiento—, la llenan impuestos y costes de transacción. Estos recaen más sobre el comprador bursátil, disminuyendo su rendimiento efectivo, que sobre el emisor, para el que incrementan el coste. Además de los conceptos citados, otros muchos disminuyen adicionalmente el rendimiento o aumentan los costes, pero son de más difícil apreciación y mayor variabilidad, y no se contemplan aquí. El rendimiento interno de los bonos se obtiene directamente de la cotización bursátil, sin ninguna corrección, y, por consiguiente, es un rendimiento abstracto, nominal, o, si se quiere, bruto, que nadie efectivamente obtiene. En el caso que nos ocupa, en concreto, al estar los bonos de caja exentos del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados, únicamente inciden los costes de mediación, que para estos valores ascienden al 2,5 por 1.000 sobre el valor efectivo, a cobrar de cada parte contratante, con independencia del tiempo que reste hasta la amortización del activo o hasta su liquidación por reventa.

Aunque el procedimiento correcto de incorporar el efecto del concepto citado sería añadir su importe a la cotización, para obtener, así, un precio de compra al que igualar la corriente de ingresos futuros actualizados (1), como aproximación orientativa puede servir el equivalente anual del tipo aplicable por corretaje, cuando los bonos vencen en tres meses o un año. En el caso de los tres meses, el corretaje equivale a un 1,01 % anual, y al 0,25 % en el caso del año, que son las cantidades en que el inversor debería minorar el rendimiento interno presentado en este trabajo para obtener el suyo propio.

(1) A título ilustrativo de la incidencia de los costes de transacción sobre el rendimiento o coste de un título para los distintos participantes en su mercado, puede verse «Rendimiento y costes financieros en el mercado bursátil de letras», de Martínez Méndez, P., y Garrido, I. Documento de Trabajo n.º 8202, del Servicio de Estudios del Banco de España.



#### 4. Algunos tipos de interés a corto y medio plazo



Debido a la exención fiscal citada, el rendimiento para el comprador en el mercado secundario coincide con aquel al que renuncia el vendedor. El emisor, por su parte, aproximará su coste de emisión sumando al exigido por el mercado para el plazo correspondiente el impacto de la intervención de la póliza de suscripción por agente mediador: 0,15 % sobre el efectivo. Así, pues, su coste se aproxima más al rendimiento abstracto objeto de este trabajo que al rendimiento efectivo previsto por el comprador de un bono equivalente en el mercado secundario (1). En consecuencia, la respuesta que ha de darse a la cuestión de sobre qué informa el rendimiento interno de los bonos, ofrecido en este trabajo, es que, siempre que se agilice la incorporación de emisiones nuevas, aproxima razonablemente bien, aunque con ciertos retrasos, el coste de captación de nuevos pasivos a través de bonos. Si la sustitución de viejas emisiones por nuevas fuese insuficiente, probablemente tendería a representar el coste medio de los pasivos captados mediante bonos.

La segunda pregunta formulada al principio de este apartado, sobre si el rendimiento interno obtenido era razonable, encuentra una respuesta intuitiva en sentido afirmativo en el gráfico 4. En el mismo, figura representada la evolución de algunos tipos de interés con los que lógicamente debería guardar relación el rendimiento interno de los bonos, bien por el plazo, bien porque son vías alternativas de financiación para los emisores o de colocación de fondos para los inversores. La representación del rendimiento de los bonos figura en el mismo en un nivel y con una evolución que encajan perfectamente en lo que hacía esperar la descripción del mercado secundario realizada anteriormente, aunque hay cierta heterogeneidad en los datos, derivada del hecho de que los intereses de depósitos y certificados de depósitos se pagan con periodicidad inferior al año, así como del hecho de que los certificados de regulación monetaria (CRM) del Banco de España (2) cuyo tipo se representa sean a tres meses, mientras el resto de tipos representados son tipos efectivos anuales. En definitiva, la información que facilita viene a sumarse a la ya relativamente abundante sobre pasivos bancarios, a la que completa, sobre todo cualitativamente, por la procedencia de los datos. Estos provienen directamente del mercado, mientras el resto

de la información sobre los pasivos bancarios procede de los propios bancos. También puede resultar valiosa su aportación a la información relativamente escasa sobre rendimientos en los mercados secundarios de valores, toda vez que los bonos de caja son un nexo de unión entre éstos y los pasivos bancarios, al participar de características comunes con unos y otros.

18-I-1983.

---

(1) Se recuerda que únicamente se toman en consideración costes de origen fiscal o de transacciones, pero el emisor carga, además, con otros costes materiales, generales, de comercialización, etc., de más difícil conocimiento y sujetos a mayor variabilidad.

(2) Hasta abril de 1982, en que se inició la emisión de CRM en sustitución de los bonos del Tesoro y de los certificados de depósito del Banco de España, el tipo representado en el gráfico 4 es el de los certificados a 3 meses.

# Estimación de series trimestrales del PIB, 1964-1981

En el Servicio de Estudios del Banco de España, se ha estimado la evolución trimestral del PIB en el periodo cubierto por la actual Contabilidad Nacional, que comienza en 1964. Este trabajo forma parte de un proyecto más amplio, que, en un futuro próximo, debe dar lugar a la publicación de otras series trimestrales referidas al mismo periodo histórico.

Las estimaciones del PIB a precios constantes que se ofrecen aquí proceden de una trimestralización por ramas de actividad, presentada con mayor detalle en otros documentos, de los que esta nota es un breve resumen (1). Posteriormente, se publicarán estimaciones, actualmente muy avanzadas, de las series de comercio exterior a precios corrientes. La elaboración ulterior de índices trimestrales de valor unitario permitirá la obtención de series a precios constantes, que, por diferencia con las actuales del PIB, conducirá a una estimación de la demanda interior agregada. Finalmente, una trimestralización del gasto público en sentido amplio, incluyendo consumo e inversión, conducirá a la demanda interior privada. Por las limitaciones de la información estadística disponible, es muy improbable que pueda llevarse más lejos la desagregación desde el lado del gasto. El proyecto, en cuanto a la trimestralización de series históricas se refiere, se cerrará con la estimación intra-anual de algunos deflatores básicos. En una segunda etapa, sería muy deseable llegar a la estimación trimestral de algunos agregados que recojan la evolución del momento presente de la economía, del modo más integrado posible, aproximándose así a lo que podría ser el núcleo central de una futura Contabilidad Nacional Trimestral.

Las series que ahora se presentan proceden, como ya ha quedado dicho, de la trimestralización de las diferentes ramas de actividad que integran el PIB, y respetan, en todos los casos, las estimaciones anuales elaboradas por el Instituto Nacional de Estadística. Se ha buscado, únicamente, llegar a una desagregación temporal de las principales magnitudes de la Contabilidad Nacional española, desde la óptica de la oferta, utilizando para ello, siempre que ha resultado factible, la información contenida en otras series, igualmente trimestrales, que, por su propia naturaleza, tendrían que mostrar una evolución interanual próxima a la de la serie a desagregar, y un perfil intra-anual al que debería ajustarse la serie trimestral estimada.

---

(1) Véase *Trimestralización del Producto Interior Bruto por ramas de actividad*, Julio Rodríguez y Ricardo Sanz, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo n.º 8211, y *Trimestralización del PIB por ramas de actividad. Series revisadas*, Ricardo Sanz, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo n.º 8301.

Los problemas que ha suscitado la utilización de estos indicadores de actividad a corto plazo han sido numerosos. Las principales dificultades encontradas han sido la poca información disponible sobre el período analizado, y, en algunos casos, la falta de adecuación interanual entre el indicador y la magnitud correspondiente de la Contabilidad Nacional. Este último aspecto está relacionado con el procedimiento de estimación seguido en la mayor parte de series tratadas, y que se describe a continuación.

En principio, la estimación del PIB a precios constantes puede abordarse por dos vías diferentes. La primera consiste en obtener separadamente la producción final y los consumos intermedios, para llegar al valor añadido por diferencia entre ambos. Este es, en síntesis, el método llamado de la doble deflación. En la segunda, el valor añadido se obtiene directamente, a partir de la evolución de uno o varios indicadores. Dentro de este segundo método, llamado del indicador simple, los indicadores disponibles pueden ser de diferentes tipos: de producción bruta, de consumos intermedios, de empleo o masa salarial deflactada, etc. La conveniencia de seguir uno u otro enfoque depende de factores diversos, que, en última instancia, están relacionados con la adecuación y calidad de la información estadística disponible en cada caso. En la mayor parte de series tri-

mestralizadas, se ha utilizado el método del indicador simple, como se verá más adelante.

Aun en aquellos casos en que la evolución interanual de la magnitud de la Contabilidad Nacional y del correspondiente indicador son sensiblemente paralelas, surge algún año aislado con fuertes discrepancias entre ambas series. Las causas de éstas no pueden establecerse con suficiente claridad en todos los casos, si bien un factor que puede tener una gran importancia es que el indicador disponible representa una magnitud cuya definición contable no coincide con el agregado macroeconómico a distribuir, ya que, mientras la serie a trimestralizar mide el valor añadido de una rama de actividad, el indicador disponible suele ser de producción final. En consecuencia, la información sobre la evolución anual de los consumos intermedios tiene gran interés para explicar, aunque sólo sea parcialmente, las discrepancias observadas en algunos años entre las tasas de variación del valor añadido y la producción de una rama de actividad. Estas discrepancias aisladas, que en ocasiones llegan a ser muy acusadas, pueden plantear serios problemas al desagregar en el tiempo una serie, ya que, por su causa, el perfil intranual de la serie trimestral que se obtiene puede llegar a diferir sensiblemente del que sigue el indicador, en torno a los años en que se observa la discrepancia,

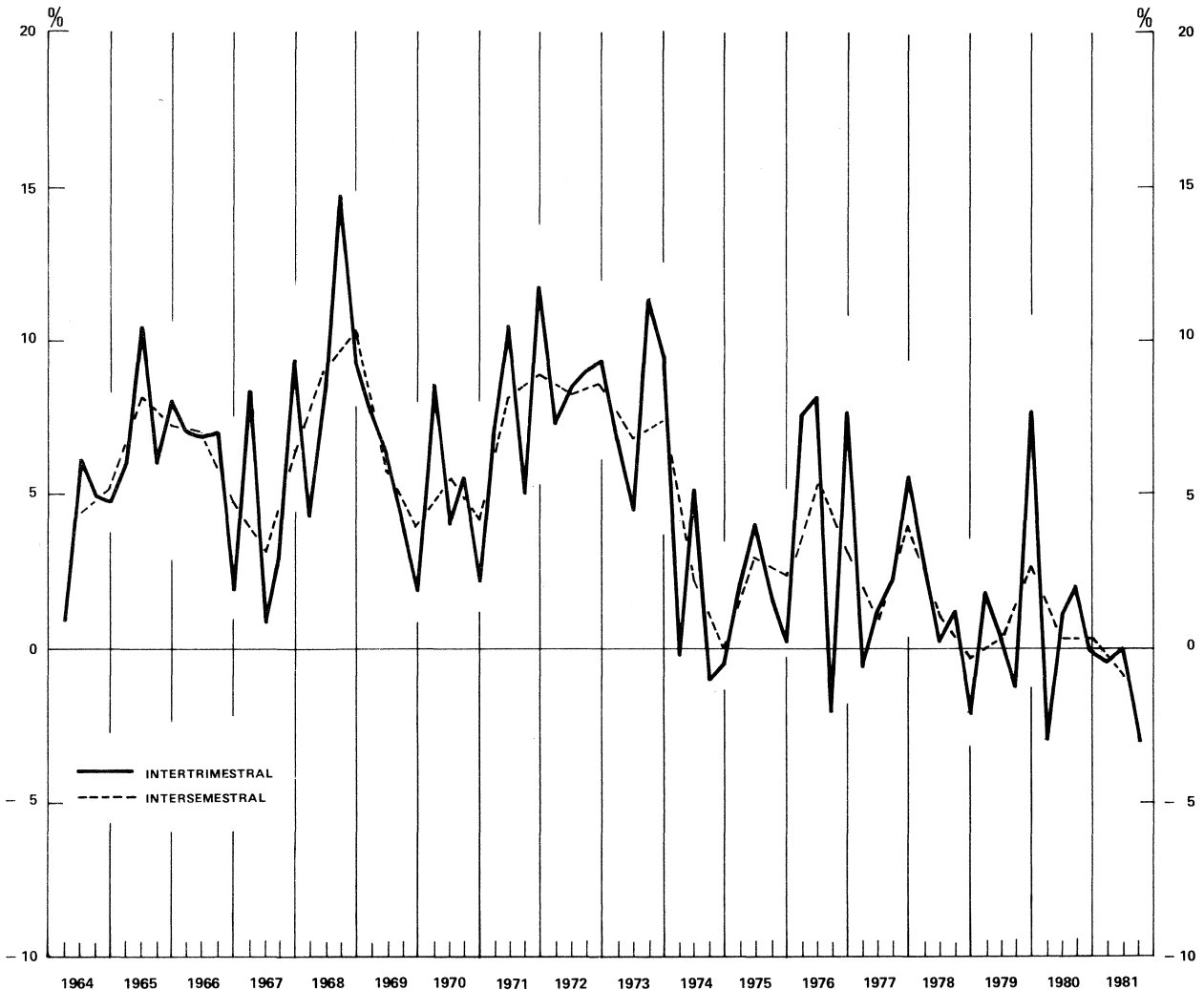
### 1. Trimestralización del PIB por ramas de actividad

Ramas de actividad de la Contabilidad Nacional	Indicador utilizado en la trimestralización	Porcentaje del PIB en 1979
<b>A) Con indicador</b>		
1+2+3+4. Industria	Índice de producción industrial	28,6
5. Construcción	Consumo aparente material de construcción y ocupados	7,7
6.1. Comercio	PIB I+II+Hostelería	14,1
7.1. Transporte ferroviario	Índice de actividad ferroviaria	0,8
7.5. Transporte aéreo	Índice de transporte aéreo	0,5
Total de ramas trimestralizadas con indicador		<b>51,7</b>
<b>B) Sin indicador</b>		
0.1. Agricultura-Ganadería		7,3
0.2. Pesca		0,6
6.2. Hostelería		4,8
7.2+7.3. Transporte carretera		3,0
7.4. Transporte marítimo		1,0
7.6. Comunicaciones		1,4
8. Instituciones financieras y seguros		4,4
9.1. Alquileres viviendas		4,7
10. Servicios AA.PP.		9,6
Resto de actividades		11,5
Total de ramas trimestralizadas sin indicador		<b>48,3</b>

debido a la dificultad de enlazar estos datos con los de los años anterior y posterior. Estos problemas se plantean, cualquiera que sea el método de desagregación que se utilice. En consecuencia, es conveniente introducir modificaciones ocasionales en algún indicador, para adecuar mejor la información sobre la producción final de una rama de actividad a su correspondiente valor añadido. Para introducir estos ajustes ocasionales, es muy útil conocer la evolución de los consumos intermedios, si bien no siempre esta información estaba disponible o era totalmente concluyente. En los trabajos ya citados, se detalla el tipo de ajuste introducido y se señalan los años afectados en cada serie.

En buena parte de las series trimestralizadas, no ha sido posible disponer de información adecuada sobre la evolución intra-anual que deberían seguir, por lo que se han estimado sin utilizar ningún indicador. Se han introducido indicadores en componentes del PIB que representan, aproximadamente, el 52 % del total. De ellos, el método de la doble deflación se ha utilizado solamente en una primera versión de la serie de construcción, y se consideró su uso, sin adoptarlo finalmente, en el subsector agrario, que se trimestralizó definitivamente sin indicador alguno. En el resto de las series, se utilizó el método del indicador simple. El detalle de los indicadores utilizados en cada caso se

**1. PIB total desestacionalizado**  
**Tasas de variación sobre período anterior, elevadas a tasa anual**



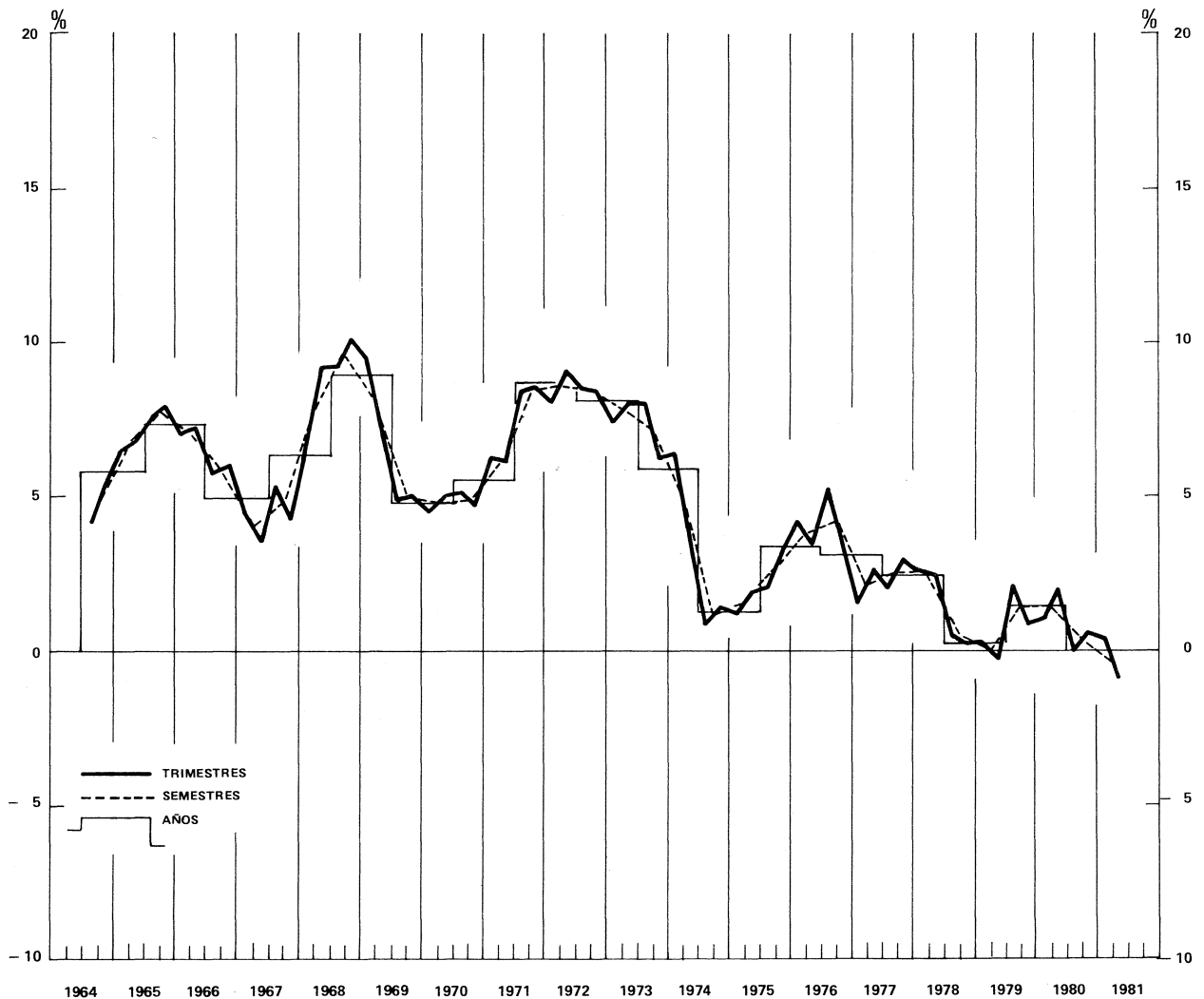
ofrece en el cuadro 1, donde se relacionan también las series interpoladas sin indicadores. En él se detalla la importancia relativa de cada rama, referida al año 1979.

De los indicadores mencionados en el cuadro 1, requiere una explicación el utilizado en el Comercio. La evolución de este agregado está muy relacionada con la de la actividad general de la economía, por lo que, en ausencia de un indicador que cubriera adecuadamente el período 1964-1981, se decidió trimestralizar la magnitud anual, utilizando como indicador la suma de los valores añadidos trimestrales, estimados previamente, de las restantes ramas de actividad. De este modo, la

serie trimestral de Comercio contendría las variaciones interanuales derivadas de las contracciones y expansiones relativas del ciclo económico general. Concretamente, se utilizó el total del sector primario más industria, construcción y hostelería; no se incorporaron más ramas de servicios, porque, al hacerlo, disminuían la coherencia global anual entre la magnitud de la CN y el indicador intentado en cada caso. El indicador descrito es, de hecho, una media ponderada de indicadores de actividad, en donde los pesos vienen dados por la importancia relativa del valor añadido de cada rama de actividad en el total. Su coherencia con el agregado anual de la Contabilidad Nacional es muy alta, superior,

## 2. PIB total desestacionalizado

### Tasas de variación sobre mismo período del año anterior, y tasas interanuales



2. PIB Trimestral total y por sectores al coste de los factores. Precios constantes de 1970. Series desestacionalizadas

Miles de millones de pesetas

Año Trimestre	Sector Primario	Industria	Construcción	Servicios	PIB II+III	PIB Total
6401	67.1	106.3	31.7	203.7	341.7	408.8
6402	65.4	106.1	32.6	205.6	344.3	409.7
6403	63.8	109.8	33.5	208.7	352.1	415.9
6404	62.4	113.1	34.1	211.3	358.5	420.9
6501	61.3	115.9	34.9	213.8	364.6	425.9
6502	60.7	119.4	35.6	216.5	371.4	432.2
6503	60.8	124.2	38.1	220.0	382.2	443.1
6504	61.6	126.5	38.9	222.6	388.0	449.6
6601	62.7	129.5	40.5	225.7	395.7	458.4
6602	64.0	132.3	41.2	228.8	402.3	466.3
6603	65.3	135.4	41.6	231.9	408.9	474.2
6604	66.3	138.9	41.7	235.4	416.0	482.2
6701	66.9	138.4	41.2	238.0	417.6	484.6
6702	67.2	142.6	42.8	241.7	427.2	494.4
6703	67.2	142.4	42.2	243.7	428.2	495.4
6704	67.0	142.0	44.1	245.8	432.0	499.0
6801	66.8	147.4	46.5	249.6	443.6	510.3
6802	66.8	148.5	47.6	252.8	448.9	515.7
6803	67.2	153.2	48.3	257.7	459.2	526.4
6804	67.9	161.2	51.2	264.5	476.9	544.8
6901	68.6	167.4	50.9	270.3	488.6	557.2
6902	68.8	171.7	51.4	275.7	498.8	567.6
6903	68.4	175.8	51.9	280.3	508.0	576.4
6904	67.6	178.4	52.1	283.7	514.2	581.8
7001	66.8	180.9	50.7	286.2	517.8	584.5
7002	66.7	187.1	52.3	290.6	530.0	596.7
7003	67.7	189.8	51.3	293.7	534.8	602.6
7004	69.8	191.7	51.9	297.3	540.9	610.7
7101	72.5	191.4	50.1	300.1	541.6	614.1
7102	74.7	194.9	50.5	304.5	549.9	624.6
7103	76.1	203.7	50.8	309.7	564.2	640.3
7104	76.4	205.8	52.5	313.5	571.8	648.2
7201	75.9	216.4	54.8	319.3	590.5	666.4
7202	75.1	224.3	55.0	323.8	603.1	678.2
7203	74.6	231.5	56.6	329.5	617.6	692.2
7204	74.6	240.5	56.3	335.9	632.7	707.3
7301	75.3	245.0	60.3	342.6	647.9	723.3
7302	76.7	250.4	60.3	347.7	658.4	735.1
7303	78.6	252.7	59.3	352.6	664.6	743.2
7304	80.7	262.0	61.6	359.4	682.9	763.6
7401	82.7	269.6	63.4	365.4	698.5	781.1
7402	83.8	266.9	62.2	367.8	696.9	780.7
7403	84.0	271.6	62.1	372.9	706.6	790.6
7404	83.5	264.7	64.7	375.8	705.2	788.7
7501	82.6	262.7	63.0	379.4	705.1	787.7
7502	82.5	264.9	61.3	383.2	709.4	791.9
7503	83.3	269.3	59.8	387.4	716.5	799.8
7504	85.0	269.5	58.3	390.2	717.9	803.0
7601	87.0	264.8	59.1	392.7	716.6	803.6
7602	88.0	273.6	58.4	398.4	730.4	818.3
7603	87.5	285.1	57.7	404.3	747.1	834.5
7604	85.6	279.7	57.7	407.1	744.4	830.1
7701	83.4	292.0	56.7	413.4	762.2	845.6
7702	82.1	288.6	57.2	416.4	762.2	844.3
7703	82.7	286.9	57.5	419.7	764.2	846.8
7704	84.9	287.0	56.8	422.9	766.7	851.6
7801	87.8	292.5	56.1	426.9	775.5	863.3
7802	89.7	295.2	54.4	429.5	779.0	868.7
7803	89.8	294.1	53.6	431.6	779.4	869.2
7804	88.1	295.9	53.3	434.5	783.7	871.8
7901	85.5	293.3	52.8	435.4	781.5	867.1
7902	84.0	295.5	53.2	438.1	786.8	870.9
7903	84.5	296.2	52.1	438.9	787.1	871.6
7904	86.9	291.3	51.6	439.1	781.9	868.8
8001	90.4	300.8	51.6	442.3	794.7	885.1
8002	93.3	291.9	51.9	441.3	785.1	878.3
8003	94.3	292.4	51.2	442.9	786.6	880.9
8004	93.2	295.9	50.7	445.2	791.9	885.0
8101	89.9	296.3	51.2	447.4	794.8	884.7
8102	85.4	297.4	50.7	450.2	798.3	883.7
8103	80.3	299.0	51.5	453.0	803.4	883.7
8104	74.9	295.8	52.2	454.0	802.1	877.0

incluso, a la existente entre las otras ramas de actividad y sus respectivos indicadores.

El problema estadístico de estimación de las series desagregadas trimestralmente, partiendo de las magnitudes anuales, e incorporando, o no, indicadores, se ha resuelto utilizando un método de minimización cuadrática, que se comenta detalladamente en otro lugar (1).

De los resultados obtenidos, se incluyen aquí los más importantes, que corresponden al PIB total y a la desagregación habitual en cuatro grandes sectores: primario, industria, construcción y servicios. Todos ellos se presentan en el cuadro 2, junto al total de los sectores secundario y terciario –industria, construcción y servicios– (PIB II+III).

En los gráficos 1 y 2, se muestra la evolución de algunas tasas de variación calculadas sobre las series anteriores. En el primero, aparecen las tasas intertrimestrales e intersemestrales –calculadas sobre datos semestrales obtenidos por agregación de los trimestres correspondientes–. En el segundo, debidamente centradas, se ofrecen las tasas sobre el mismo período del año anterior de los datos trimestrales y semestrales, así como las tasas medias interanuales.

Además de los trabajos citados, se encuentran a disposición de los lectores interesados las series y el material estadístico de base utilizados en la trimestralización realizada.

18-I-1983.

---

(1) Véase *Métodos de desagregación temporal de Series Económicas*, Ricardo Sanz, Servicio de Estudios del Banco de España, Estudios Económicos n.º 22.



Información del Banco de España

## TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORRO (a)

Vigentes a 31 de diciembre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
<b>SIETE GRANDES</b>												
BILBAO .....	10,50	12,75	14,50	15,00	17,00	15,00	16,50	17,00	18,00	18,00	17,00	19,50
CENTRAL .....	11,00	13,00	15,00	17,00	18,50	15,50	17,00	18,00	18,50	18,50	18,00	19,50
ESPAÑOL DE CREDITO .....	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
HISPANO AMERICANO .....	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,00	17,00	18,00	18,50	(3,00)	17,00	18,00
POPULAR .....	10,00	12,50	14,50	16,50	18,00	15,00	17,00	17,50	23,00	23,00	17,00	19,00
SANTANDER .....	11,00	13,00	14,50	15,00	18,00	16,00	17,00	18,00	23,00	(2,50)	17,00	21,00
VIZCAYA .....	11,00	12,75	14,50	15,00	17,50	15,00	16,50	17,50	18,00	18,00	17,50	20,00
<i>Media simple</i> .....	10,79	12,88	14,64	15,93	17,93	15,21	16,86	17,64	19,57	19,38	17,29	19,50
<b>RESTO COMERCIALES Y MIXTOS</b>												
ABEL MATUTES TORRES .....	11,00	13,50	15,50	16,50	19,00	14,50	15,50	15,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
ALBACETE .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	16,00	18,00	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ALICANTE .....	11,00	13,50	15,50	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	23,00	23,00	16,00	21,00
ALICANTINO DE COMERCIO .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ANDALUCIA .....	10,00	12,50	14,50	17,50	19,00	16,00	18,00	19,50	24,00	24,00	18,00	22,00
ASTURIAS .....	10,00	13,00	14,50	16,00	16,50	15,00	16,50	17,00	20,00	20,00	17,00	19,50
ATLANTICO .....	11,00	13,50	14,50	16,50	17,50	15,00	17,00	18,00	19,00	(4,00)	16,00	21,00
BARCELONA .....	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
CANTABRICO .....	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,00	16,50	18,00	20,00	(2,50)	—	—
CASTILLA .....	10,00	12,50	14,50	17,00	19,00	15,50	17,50	19,50	24,75	24,75	18,00	22,00
CATALANA .....	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
COMECIAL DE CATALUÑA .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
COMERCIAL ESPAÑOL .....	11,00	13,00	14,50	15,00	18,00	16,00	17,00	18,00	23,00	(2,50)	17,00	21,00
COMERCIAL OCCIDENTAL .....	11,00	12,75	14,50	16,00	17,00	15,00	16,50	17,50	20,00	(4,00)	18,00	22,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO ..	11,00	13,00	14,50	16,00	—	15,50	17,00	18,50	19,00	(3,00)	17,00	18,00
COMERCIO .....	10,50	13,00	14,00	15,50	17,75	15,00	16,50	18,00	18,00	18,00	18,00	20,00
CONDAL .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO BALEAR .....	10,00	12,50	14,50	17,00	19,00	16,00	17,00	19,50	24,00	24,00	18,00	22,00
CREDITO COMERCIAL .....	11,00	13,00	14,50	16,00	18,50	15,00	17,00	18,00	20,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO E INVERSIONES .....	—	—	11,00	17,00	18,00	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	22,00
DEPOSITOS .....	10,00	11,00	12,00	14,00	16,00	8,00	9,00	12,00	23,00	23,00	12,00	16,00
DESCUENTO .....	11,00	13,00	14,00	17,00	18,00	17,00	17,00	17,00	25,00	25,00	18,00	22,00
ETCHEVERRIA .....	—	—	13,50	17,00	17,50	15,00	15,50	17,00	18,75	18,75	17,50	19,00
EUROPA .....	11,00	13,50	15,00	17,00	18,00	16,00	17,00	18,00	20,00	(2,50)	18,00	21,00
EXPORTACION .....	10,00	13,00	14,50	15,50	19,50	16,50	17,50	20,50	19,00	22,00	18,00	22,00
EXTERIOR DE ESPAÑA .....	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,00	16,50	18,00	17,00	(2,50)	—	—
EXTREMADURA .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
GALICIA .....	10,00	12,50	14,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	24,00	(4,00)	18,00	22,00
GARRIGA NOGUES .....	11,00	13,50	15,00	16,00	18,50	15,50	17,00	18,00	18,50	(2,50)	15,00	19,50
GENERAL .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
GERONA .....	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
GUIPUZCOANO .....	11,00	13,50	15,00	17,00	19,00	16,00	17,50	18,00	17,50	(3,00)	17,50	19,50
HERRERO .....	10,00	12,50	14,00	16,00	17,50	15,00	16,50	17,25	18,00	(1,00)	17,25	19,50
HUELVA .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	20,00	18,00	22,00
HUESCA .....	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,00	17,50	18,00	18,00	18,00	18,00	21,00
INTERNAC. DE COMERCIO .....	11,00	13,00	15,00	17,50	17,50	16,00	17,50	18,50	23,00	23,00	17,50	19,50
ISLAS CANARIAS .....	—	—	13,50	17,00	19,00	16,00	17,00	18,00	22,00	(2,00)	16,00	22,00

(a) Las notas correspondientes a la elaboración y contenido de este cuadro se encuentran en el Boletín Económico de diciembre de 1981.

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

(continuación) 2

Vigentes a 31 de diciembre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
JEREZ .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
JOVER .....	11,00	13,00	14,50	15,00	18,00	16,00	17,00	18,00	19,00	(2,50)	17,00	21,00
LATINO .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
LEVANTE .....	—	—	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,50	23,00	(3,00)	18,00	23,00
LOPEZ QUESADA .....	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,00	17,00	18,00	18,00	(1,00)	17,00	21,00
MADRID .....	11,50	14,00	15,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	19,50	(2,50)	18,00	21,00
MARCH .....	11,00	13,00	15,00	16,00	17,00	15,50	17,00	17,50	20,00	20,00	17,00	19,50
MAS SARDA .....	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	15,50	17,00	18,00	18,00	(2,50)	18,00	20,00
MASAVEU .....	10,50	12,50	14,50	17,00	18,00	17,00	18,00	19,00	22,00	22,00	18,00	22,00
MERCANTIL DE TARRAGONA .....	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,00	17,00	18,00	18,50	(3,00)	17,00	18,00
MERIDIONAL .....	11,00	13,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	19,00	25,00	25,00	17,50	21,00
MURCIA .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
NORTE .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
OESTE .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
PASTOR .....	11,00	13,50	14,50	16,50	18,50	15,50	17,00	18,00	18,00	(2,00)	15,50	20,00
PENINSULAR .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
PERFECTO CASTRO CANOSA .....	11,50	12,50	14,00	16,50	18,00	16,00	17,00	18,00	21,00	21,00	17,00	19,00
PRESTAMO Y AHORRO .....	11,00	12,75	14,50	15,00	17,50	15,00	16,50	17,50	18,00	18,00	17,50	20,00
PUEYO .....	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	15,00	16,50	17,00	20,00	20,00	18,00	22,00
SABADELL .....	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	15,50	16,50	17,50	17,00	(2,00)	17,00	19,50
SEVILLA .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
SIMEON .....	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,50	16,50	18,00	24,00	(4,00)	16,50	22,00
SINDICATO DE BANQUEROS .....	11,00	13,00	14,50	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	19,00	(2,50)	16,00	23,00
TOLEDO .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
TRELLES .....	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
VALENCIA .....	10,00	12,00	14,00	17,00	18,50	15,50	17,00	18,50	18,50	18,50	17,50	19,50
VALLADOLID .....	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,00	17,00	18,00	20,00	20,00	18,00	19,00
VASCONIA .....	10,00	12,50	14,50	18,00	19,00	16,00	18,00	19,50	23,00	23,00	18,00	22,00
VITORIA .....	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	21,00	(3,00)	17,50	22,00
ZARAGOZANO .....	11,00	13,00	15,00	16,00	16,00	15,50	17,00	17,50	22,00	22,00	17,00	21,00
<i>Media simple</i> .....	10,84	12,72	14,58	16,17	17,39	15,34	16,55	17,45	20,91	21,67	17,40	21,02
<b>BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS</b>												
CATALAN DE DESARROLLO .....	11,50	14,00	15,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	19,50	(2,50)	18,00	21,00
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL .....	12,00	14,50	16,50	17,50	19,50	16,50	18,00	18,50	20,00	(2,50)	17,50	21,00
POPULAR INDUSTRIAL .....	12,00	13,00	14,00	15,00	14,00	16,50	16,50	17,50	23,00	23,00	17,00	19,50
EXPANSION INDUSTRIAL .....	11,00	13,50	15,00	16,00	17,00	15,00	16,50	17,00	21,00	21,00	17,00	22,00
FINANCIACION INDUSTRIAL .....	11,00	13,00	14,50	16,50	17,00	15,50	17,00	17,50	18,00	18,00	17,00	20,00
FINANZAS .....	11,00	13,00	15,00	16,00	17,50	16,00	17,00	18,00	22,00	22,00	17,00	22,00
FOMENTO .....	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,50	17,00	18,00	20,50	(2,50)	18,00	20,50
GRANADA .....	11,00	13,00	15,00	17,00	18,50	15,00	17,00	18,00	20,50	(2,50)	18,00	20,50
HISPANO INDUSTRIAL .....	—	—	16,00	16,25	—	16,00	17,50	—	18,50	(3,00)	18,00	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO .....	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	15,50	16,50	17,50	18,00	18,00	17,50	20,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA .....	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA .....	13,00	14,00	15,50	16,00	16,00	16,00	17,00	19,00	20,00	(3,00)	19,00	22,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO .....	—	—	11,00	16,50	18,00	—	18,00	19,00	23,00	23,00	18,00	22,00
INDUSTRIAL DEL SUR .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00

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

## (continuación) 3

Vigentes a 31 de diciembre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
INDUSTRIAL DEL TAJO .....	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	16,00	17,50	18,50	18,00	(2,00)	17,00	20,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL ..	11,00	13,00	14,50	16,00	18,00	15,00	17,00	18,00	19,50	(3,00)	18,50	22,00
NOROESTE .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
OCCIDENTAL .....	11,00	12,75	14,50	16,00	17,00	15,00	16,50	17,50	20,00	(4,00)	18,00	22,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA .....	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	18,00	18,00	(3,00)	18,00	20,00
PIRINEOS .....	11,50	14,50	16,00	17,50	19,00	17,50	18,00	20,00	23,00	(3,00)	19,00	20,50
PROGRESO .....	12,00	14,00	15,00	16,00	17,00	15,00	17,00	17,50	20,00	20,00	17,50	20,00
PROMOCION DE NEGOCIOS .....	10,50	12,75	14,50	15,00	17,50	15,50	16,50	17,50	20,00	20,00	18,00	22,00
UNION .....	-	-	14,00	16,50	17,50	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	22,00
URQUIJO .....	11,50	13,50	15,50	16,50	17,00	15,50	17,00	18,00	22,00	(3,00)	18,00	20,00
<i>Media simple</i> .....	11,29	13,21	14,83	16,28	17,37	15,65	16,98	17,87	20,60	21,10	17,79	21,13
<b>BANCOS EXTRANJEROS</b>												
ALGEMENE BANK .....	-	-	-	-	-	-	-	-	23,00	23,00	18,00	22,00
AMERICA .....	11,50	13,00	15,00	17,00	18,00	19,88	18,50	18,00	26,00	(3,00)	18,00	20,00
ARABE ESPAÑOL .....	-	-	11,00	15,00	16,00	15,00	16,00	17,00	20,00	20,00	17,00	22,00
BARCLAYS BANK .....	-	-	16,50	-	-	17,50	18,00	18,25	20,00	20,00	18,00	22,00
BRASIL .....	-	-	-	-	-	-	-	-	20,00	(3,00)	18,00	21,00
CHEMICAL BANK .....	-	-	-	-	-	18,50	21,00	-	(3,00)	(3,00)	15,40	16,15
CITIBANK .....	21,25	20,50	19,75	18,75	-	19,75	18,75	-	26,00	(2,00)	-	-
CONTINENTAL ILLINOIS .....	11,95	14,60	15,15	14,50	-	17,50	17,50	-	21,00	21,00	-	-
COMMERZBANK .....	11,75	12,75	15,00	16,25	19,00	16,50	18,00	19,50	19,75	(3,00)	19,00	21,00
CREDIT LYONNAIS .....	-	-	12,00	14,00	15,00	16,00	17,50	18,50	20,00	(1,00)	18,50	21,00
CHASE MANHATAN BANK .....	-	-	18,25	19,00	-	17,75	17,75	-	20,75	(3,00)	-	-
DRUTSCHE BANK .....	-	-	12,00	16,00	18,00	14,50	17,00	18,25	25,00	(0,75)	17,00	19,00
DRESDNER BANK .....	17,35	-	17,55	15,75	-	18,30	18,60	-	26,00	(5,00)	-	-
EXTERIOR ANDES Y ESPAÑA .....	11,00	13,50	14,50	16,50	18,50	15,00	16,50	18,00	17,00	(2,50)	18,00	20,00
FIRST N. BANK OF CHICAGO .....	-	-	16,38	17,63	-	16,88	18,13	-	20,00	(4,00)	19,25	22,00
INDOCHINE ET DE SUEZ .....	-	-	14,00	15,50	17,00	15,75	16,50	18,00	18,50	18,50	16,00	20,00
LONDON & SOUTH AMERICA .....	11,25	14,00	15,00	16,50	-	15,50	17,00	20,00	21,00	(3,00)	18,00	21,00
MANUF. HANNOVER TRUST .....	21,50	-	19,50	19,50	-	19,50	19,50	-	25,00	30,00	-	-
MIDLAND BANK .....	-	-	-	-	-	17,50	-	-	20,50	(3,00)	-	-
MORGAN GUARANTY .....	16,50	-	16,50	15,00	-	17,38	17,50	-	30,00	25,00	-	-
NAT. WESTMINSTER BANK .....	-	-	19,00	18,00	-	19,00	19,25	-	22,00	(2,00)	-	-
NATIONALE DE PARIS .....	12,00	13,00	14,00	15,00	17,00	-	16,00	17,50	16,00	(1,00)	17,50	21,00
NAZIONALE DEL LAVORO .....	11,00	13,50	15,00	16,75	-	16,50	17,50	-	20,00	20,00	17,50	20,00
PARIS ET PAYS-BAS .....	11,00	13,00	14,50	15,50	15,50	15,50	16,50	18,00	22,00	(2,00)	18,00	22,00
ROMA .....	12,00	-	13,00	17,00	-	15,00	17,50	-	23,00	23,00	-	-
SAUDI ESPAÑOL .....	12,50	14,50	15,00	15,50	17,00	14,00	14,50	16,50	20,00	(2,50)	17,00	22,00
S.G.B. BANCO BELGA .....	-	-	18,00	19,00	19,00	18,50	19,00	20,00	25,00	(3,00)	-	-
SOCIETE GENERALE .....	11,00	13,00	14,50	16,00	17,50	15,00	17,00	17,50	19,00	(2,00)	17,50	21,00
ESTADO DE SAO PAULO .....	-	-	13,67	17,00	18,00	15,50	17,00	17,50	20,50	20,50	17,00	22,00
TOKYO .....	-	-	-	-	-	17,75	18,00	-	23,00	(2,00)	-	-
BANKERS TRUST .....	-	-	-	-	-	18,50	18,88	-	22,00	(4,00)	14,25	19,25
<i>Media simple</i> .....	13,57	14,12	15,39	16,53	17,35	16,93	17,67	18,17	21,73	22,10	17,45	20,72
<b>TOTAL BANCA PRIVADA</b>												
<i>Media simple</i> .....	11,31	12,98	14,80	16,25	17,42	15,74	16,90	17,65	20,97	21,46	17,48	20,90

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

(continuación) 4

Vigentes a 31 de diciembre de 1982

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
CONFEDERACION ESPAÑOLA C. A.	—	—	12,00	17,00	19,00	15,50	16,50	19,50	17,00	(2,00)	14,25	20,00
ALAVA PROVINCIAL	—	—	10,00	16,00	17,00	12,00	12,00	12,00	17,00	17,00	12,50	20,00
ALBACETE	—	—	10,00	14,00	14,00	14,00	15,00	15,00	16,00	(3,00)	14,50	19,00
ALICANTE PROVINCIAL	—	—	11,00	15,00	17,00	14,00	14,00	14,00	17,00	(3,00)	15,00	19,00
ALICANTE Y MURCIA	—	—	14,00	16,50	19,00	14,00	14,00	14,00	17,00	(3,00)	15,00	19,00
ALMERIA	—	—	14,00	18,00	—	16,00	17,50	17,50	20,50	(4,00)	16,00	25,00
ANTEQUERA	—	—	11,00	15,00	17,00	12,00	14,00	16,00	21,00	(2,00)	16,00	20,00
ASTURIAS	11,00	13,00	14,00	16,50	18,50	14,00	14,00	14,00	15,00	(4,00)	14,00	20,00
AVILA MONTE	—	—	11,00	16,00	19,00	13,00	14,00	15,00	17,50	(5,00)	16,00	20,00
AVILA PRESTAMOS	—	—	12,00	13,00	15,00	14,00	14,50	15,00	16,00	(3,00)	15,00	19,00
BADAJOS	—	—	11,00	15,00	20,50	12,00	15,00	16,00	16,00	(4,00)	16,00	18,00
BALEARES	—	—	9,00	14,25	14,75	11,50	11,50	11,50	19,00	(4,00)	14,50	19,50
BARCELONA MONTE	11,00	13,00	14,50	16,50	18,50	15,50 <sup>(b)</sup>	16,00 <sup>(b)</sup>	16,25 <sup>(b)</sup>	19,50	19,50	15,50	19,50
BARCELONA PENSIONES	12,00	13,00	14,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	22,00	(2,00)	16,00	20,00
BILBAO MUNICIPAL	—	—	11,00	16,00	18,00	12,00	13,00	14,50	17,00	(2,00)	12,50	17,50
BILBAO VIZCAINA	10,00	10,50	11,00	13,00	14,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	19,00
BURGOS C.C.O.	10,50	—	11,50	14,00	15,50	11,50	13,00	14,00	13,00	(2,00)	14,00	17,00
BURGOS MUNICIPAL	—	—	11,50	14,00	15,50	11,50	13,00	14,00	13,00	(2,00)	14,00	17,00
CACERES	—	—	11,00	15,00	18,00	12,00	14,50	16,00	20,00	(2,00)	15,00	20,00
CADIZ	—	—	13,00	14,00	15,00	13,00	14,00	15,00	21,00	(4,00)	16,00	19,00
CARLET	—	—	9,00	—	—	14,00	14,00	16,00	18,50	(3,00)	17,50	20,50
CASTELLON	—	—	10,00	16,50	18,00	10,00	13,50	16,00	19,00	(3,00)	15,00	19,00
CATALUÑA	—	—	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	19,50	(2,00)	15,50	19,50
CEUTA	—	—	12,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	19,00	20,00	15,00	17,00
CORDOBA MONTE	—	—	9,00	14,00	16,00	12,50	14,00	16,00	14,00	19,00	12,50	19,00
CORDOBA PROVINCIAL	—	—	9,00	15,00	—	11,00	16,00	17,00	20,00	20,00	18,50	18,50
CUENCA	—	—	11,00	14,00	16,00	13,00	14,00	16,00	18,00	(3,00)	16,00	20,00
GALICIA	11,00	13,00	14,00	16,00	16,00	14,00 <sup>(b)</sup>	14,75 <sup>(b)</sup>	15,75 <sup>(b)</sup>	15,00	(2,00)	14,00	19,00
GERONA	10,50	13,00	14,50	16,00	17,00	14,00	15,00	16,00	20,00	20,00	15,00	19,00
GRANADA MONTE	—	—	10,00	16,00	18,00	12,50	14,00	15,50	18,00	(3,00)	17,00	20,00
GRANADA PROVINCIAL	—	—	9,00	16,00	18,00	12,50	14,00	15,50	18,50	(2,00)	13,00	20,00
GUADALAJARA	—	—	14,00	—	—	14,00	16,00	17,00	19,50	19,50	17,00	19,50
GUIPUZCOA PROVINCIAL	10,00	12,50	14,00	15,50	17,00	13,00	13,50	14,00	18,00	(2,00)	14,00	17,00
HUELVA	—	—	11,00	15,00	15,50	14,00	15,00	16,00	17,00	(2,00)	16,50	19,50
JAEN	11,00	12,00	13,50	16,50	18,50	13,00	15,00	16,00	19,00	19,00	18,00	20,00
JEREZ	11,00	13,00	14,00	14,50	15,00	12,00	14,00	15,00	20,00	(2,00)	15,00	19,00
LEON	11,00	12,50	13,50	17,00	19,00	13,00	14,50	15,00	15,00	(4,00)	16,00	19,00
MADRID	10,00	13,00	14,50	15,00	16,00	13,00	13,00	13,50	18,00	(4,00)	13,50	18,00
MALAGA	—	—	11,00	14,00	16,00	12,00	15,00	17,00	20,00	(4,00)	12,00	20,00
MANLLEU	9,00	11,00	13,00	15,00	15,00	—	12,00	14,00	21,50	—	15,50	19,50
MANRESA	—	—	10,00	14,00	15,00	13,00	14,00	15,00	19,00	(3,00)	15,50	19,50
MATARO LAYETANA	11,00	11,00	14,00	15,00	15,00	15,00	13,25	15,00	18,00	(0,00)	14,50	20,00
MURCIA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	13,00	15,00	16,00	17,00	(3,00)	16,00	19,00
ONTENIENTE	—	—	12,00	14,00	—	14,00	14,00	14,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
ORENSE	—	—	11,00	16,00	17,00	14,00	14,00	15,00	18,00	(1,50)	16,00	21,00
PALENCIA MONTE	—	—	—	—	—	13,00	15,00	16,00	18,00	—	16,00	20,00
PALENCIA PRESTAMOS	—	—	14,50	17,00	18,00	15,00	16,00	18,00	17,00	(2,00)	15,00	18,00
LAS PALMAS GRAN CANARIA	10,00	13,00	14,00	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	19,00	(2,00)	16,00	20,00
PAMPLONA MUNICIPAL	—	—	10,00	12,00	14,00	12,00	12,00	12,00	15,00	(3,00)	12,00	20,00

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

(b) Tipo medio de los tipos de préstamos y créditos.

## (continuación) 5

Vigentes a 31 de diciembre de 1982

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
PAMPLONA NAVARRA .....	—	—	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	19,50	16,00	12,00	21,00
PLASENCIA .....	—	—	12,00	14,00	17,00	—	16,00	17,00	20,00	20,00	17,00	21,00
POLLENSA .....	—	—	—	—	—	15,00	16,00	17,00	22,00	—	17,00	19,00
PONTEVEDRA .....	—	—	9,50	17,00	17,25	16,50	16,50	16,50	22,00	22,00	17,00	19,50
RIOJA .....	11,00	13,00	15,50	17,00	18,50	14,00	15,00	16,00	18,00	(4,00)	15,00	23,00
RONDA .....	11,50	12,50	14,00	15,00	18,00	12,00	15,00	18,00	15,00	20,00	12,00	20,00
SABADELL .....	—	—	11,00	15,50	17,50	15,50	15,50	15,50	21,00	21,00	15,50	19,50
SAGUNTO .....	—	—	11,00	17,00	19,00	14,00	14,00	15,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
SALAMANCA .....	—	—	10,00	14,00	15,00	13,00	13,00	13,00	19,00	(4,00)	13,00	19,00
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL .....	—	—	10,00	17,00	18,00	13,00	13,50	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
SANTA CRUZ DE LA PALMA .....	10,00	13,00	14,00	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	18,00	(2,00)	15,00	19,00
SANTA CRUZ DE TENERIFE .....	10,00	13,00	14,00	15,50	16,50	—	16,60	16,60	16,25	(1,50)	14,50	20,00
SANTANDER .....	—	—	10,00	10,00	—	(b)	(b)	(b)	14,00	(2,00)	(c)	(c)
SEGORBE .....	—	—	11,00	15,00	16,00	10,50	10,50	10,50	18,00	18,00	15,00	19,00
SEGOVIA .....	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	14,00	15,00	16,00	19,00	(3,00)	16,00	19,00
SEVILLA MONTE .....	—	—	10,00	14,00	15,00	12,00	14,00	15,00	16,00	(4,00)	15,00	19,00
SEVILLA SAN FERNANDO .....	—	—	13,00	16,00	18,00	12,00	13,00	15,00	16,00	(3,00)	14,00	19,00
SORIA .....	—	—	11,00	17,50	18,50	14,00	15,00	17,50	18,00	(4,00)	15,00	19,00
TARRAGONA .....	12,00	13,00	14,00	16,00	16,00	14,00	12,00	14,00	18,00	(5,00)	15,00	20,00
TARRASA .....	11,00	13,00	14,50	15,00	16,00	14,50	16,00	16,50	19,50	19,50	16,50	19,50
TOLEDO .....	—	—	11,00	18,50	—	15,00	15,00	15,00	19,00	(3,00)	15,00	18,50
TORRENTE .....	—	—	10,00	14,00	16,00	14,00	14,50	15,00	19,50	(1,50)	15,00	19,50
VALENCIA .....	—	—	9,00	14,00	15,00	14,00	14,00	15,00	19,00	19,00	14,00	19,00
VALLADOLID POPULAR .....	—	—	11,50	15,00	17,00	12,00	12,00	16,00	16,00	(3,50)	15,00	19,00
VALLADOLID PROVINCIAL .....	—	—	13,00	16,00	18,00	12,00	12,00	16,00	16,00	(4,00)	16,00	17,50
VIGO .....	9,00	12,00	13,00	14,50	16,00	15,05	16,12	17,21	22,00	22,00	17,21	22,16
VILLAFRANCA DEL PENEDES .....	11,00	13,00	14,00	15,00	17,00	12,00	12,00	15,00	19,00	(3,00)	15,00	20,75
VITORIA CIUDAD .....	—	—	10,00	14,50	—	15,00	15,00	15,00	21,00	(2,00)	15,00	19,00
ZAMORA .....	—	—	11,00	13,50	16,00	12,00	14,00	16,00	19,00	(5,00)	16,50	20,00
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA .....	11,00	13,00	14,50	16,00	17,50	13,00	14,00	15,50	20,00	(4,00)	15,50	19,00
ZARAGOZA INMACULADA .....	—	—	11,00	15,00	17,00	12,00	14,50	15,00	18,00	(4,00)	15,50	19,50
CAJA POSTAL .....	—	—	—	—	—	—	15,00	15,00	18,00	(2,00)	16,50	18,00
<i>Media simple</i> .....	10,67	12,60	12,00	15,23	16,72	13,30	14,30	15,36	18,17	19,50	15,10	19,39

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

(b) El tipo a aplicar estará comprendido entre el 13 % y el 18 %, dependiendo de la cuantía.

(c) El tipo inferior está comprendido entre el 13 % y el 18 %, dependiendo de la cuantía. El tipo superior está comprendido entre el 15 % y el 20 %, dependiendo de la cuantía.

## CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

### CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
24/82 de 19 de noviembre	Entidades delegadas. Modificación y sustitución de la Circular n.º 2/1981, de 23 de enero. Cuentas extranjeras en pesetas convertibles.	4 diciembre 1982
25/82 de 26 de noviembre	Banca Privada y Cajas de Ahorro. Nuevo modelo de información de riesgos por países.	16 diciembre 1982
26/82 de 4 de diciembre	Entidades de Depósito. Coeficiente de Caja.	6 diciembre 1982
1/83 de 15 de enero	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Pagarés del Tesoro.	24 enero 1983

### COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
Oficio Circular de 26 de noviembre de 1982 (Referencia interna C.V. 13/82)	Entidades de Depósito. Fondos de provisión para insolvencias.	—
Oficio Circular de 30 de noviembre de 1982 (Referencia interna 14/82)	Banca Privada. Entrada en vigor de la Circular 16/82.	—

## PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

### JUAN JOSE DOLADO

#### «MODELIZACION DE LA DEMANDA DE EFECTIVO EN ESPAÑA (1967-1980)».—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8215

En este documento, se describe el método de selección de una ecuación de demanda de dinero efectivo en manos del público. Los saldos de efectivo constituyen un componente autónomo dentro del control de la cantidad de dinero en España, cuya magnitud se predice con diferentes horizontes, a fin de obtener una senda objetivo de depósitos, y, a partir de ésta, la correspondiente senda de activos líquidos, cuyo control constituye la variable operativa de las autoridades. Dado, pues, el carácter residual del efectivo, su función de demanda está bien identificada. Sin embargo, pese a que se han llevado a cabo otros trabajos sobre el tema, tanto en términos univariantes como multivariantes, ciertos aspectos se encuentran lejos de estar bien fundamentados: diferentes elasticidades, especificaciones, argumentos significativos, etc. Esta ausencia de resultados sólidos puede imputarse tanto a la teoría subyacente como a la formulación empírica.

En este trabajo se trata de arrojar luz sobre dichos temas, utilizando la metodología descrita en: J. Dolado, «Procedimientos de búsqueda de especificación dinámica: el caso de la demanda de M3 en España», *Estudios Económicos n.º 27* (Banco de España, Servicio de Estudios, 1982). El modelo final escogido tiene la forma de un modelo de mecanismo de corrección del error, cuyas propiedades dinámicas son muy aconsejables. Los argumentos de la función de demanda son renta real, nivel de precios al consumo y tasa de inflación. No se rechaza la homogeneidad de los saldos nominales respecto del nivel de precios, pero sí se rechaza la inclusión de otros costes de oportunidad, tipos de interés distintos de la tasa de inflación. Parece confirmarse el hecho de que, a medida que se desciende en el grado de agregación de las diversas definiciones de dinero, empeora la estabilidad de sus funciones de demanda.

### JUAN JOSE DOLADO

#### «CONTRASTACION DE HIPOTESIS NO ANIDADAS EN EL CASO DE LA DEMANDA DE DINERO EN ESPAÑA».—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8216

Este trabajo examina la utilización de diversos contrastes de hipótesis no anidadas para determinar la especificación de las demandas de M1 y M2. Dichos contrastes son asintóticamente equivalentes, pero su comportamiento en muestras finitas difiere. Sin embargo, los resultados obtenidos son bastante satisfactorios en cuanto a la ausencia de contradicciones entre los mismos.

Las ecuaciones de demanda de dinero escogidas parecen consistentes con los datos, a la vez que ofrecen resultados que son sensatos desde el punto de vista teórico. Así, en ambos casos, los argumentos relevantes son renta, inflación y un tipo de interés a corto representado por el de los depósitos a plazo, además de un término que representa el desequilibrio en la velocidad renta deseada. No ha sido posible encontrar evidencia en favor de la inclusión de un tipo de interés a largo plazo, ni de diferenciales en los diversos tipos de interés. La estabilidad de los modelos es bastante satisfactoria, y su poder explicativo y predictivo es suficientemente alto frente a alternativas más simples.

### CLAIRE CRAIK

#### «LA FORMACION DE LOS PRECIOS ALIMENTICIOS: 1968-1981».—ESTUDIOS ECONOMICOS N.º 30

Durante la mayor parte de los últimos quince años, los precios alimenticios han constituido una fuente importante de tensiones inflacionistas para la economía española. El objetivo de este estudio, que cubre el período 1968-1981, es investigar los factores que han contribuido a este hecho, y proporcionar así un mejor entendimiento de los elementos básicos que determi-



nan la evolución de los precios alimenticios, con una atención especial a los precios de consumo.

Se concluye que el origen de las alzas de precios es muy complejo, y se encuentra, en parte, en el exceso de la demanda y en las expectativas inflacionistas, pero, sobre todo, en los elementos de la oferta, entre los que destaca la política de regulación de precios en campaña.

Aunque los precios fijados oficialmente para algunos productos en determinados años han sido, casi con seguridad, superiores a los que se hubiesen formado en mercados libres, la relación real de intercambio del sector agrario con el resto de la economía ha empeorado, y la renta per cápita en el sector agrario ha aumentado a un ritmo inferior al de la renta per cápita nacional.

