

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

julio-agosto 1984

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T₆¹ Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}}{\text{Dic}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}+\text{Jul}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa intermensual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

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 Evolución monetaria internacional
- 8 Evolución monetaria
- 13 Sector público
- 16 Resultados de la Central de Balances
- 23 Los mercados internacionales de capitales en el primer semestre de 1984
- 30 Regulación financiera: segundo trimestre de 1984
- 35 Información del Banco de España
- 36 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro.
- 41 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 42 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 43 Indicadores económicos

Evolución monetaria internacional

Durante el período comprendido entre el 21 de mayo y el 13 de julio, los mercados cambiarios internacionales fueron escenario de un nuevo e intenso movimiento alcista del dólar USA frente a todas las divisas significativas. Tras esta elevación, la divisa americana no sólo recuperó las posiciones perdidas a lo largo de los primeros meses del presente año, sino que, en los primeros días de julio, llegó a registrar, respecto al franco francés, la lira italiana y la libra esterlina, cotizaciones nunca alcanzadas con anterioridad (1).

Este proceso de apreciación de la divisa americana es el resultado de una serie de factores que se han venido acumulando con anterioridad y que giran en torno a la cada vez mayor sensibilidad de los mercados financieros respecto a la magnitud de los desequilibrios exterior y presupuestario de la economía americana. Las presiones alcistas sobre los tipos de interés estadounidenses generadas por estos desequilibrios, a finales del período anterior, se vieron confirmadas por dos subidas consecutivas del tipo de interés preferencial americano, hasta situarse en el 13 %.

Al mismo tiempo, todos los indicios apuntan hacia un crecimiento de la economía americana superior a lo esperado, habiéndose situado el aumento del PIB, en el segundo trimestre de este año, en una tasa anual del 7,5 %. Este incremento, que supera con holgura el 5,7 % previsto inicialmente, ha obligado a revisar al alza las previsiones que se mantenían para la totalidad del año, que en la actualidad se cifran en algo más del 6 %. El mantenimiento de un ritmo de actividad tan intenso, junto con el creciente déficit presupuestario americano, no puede menos que presionar al alza los tipos de interés en Estados Unidos, favoreciendo las expectativas de apreciación de la divisa americana. Debe tenerse en cuenta, además, que la demanda de crédito por parte del sector público americano representa entre el 35 y el 40 % del crédito total estimado para 1984.

Es de señalar también la influencia que ha debido de ejercer en la aceleración de las cotizaciones del dólar USA, en los últimos días del período analizado, la decisión del ejecutivo americano de declarar exentos a los inversores extranjeros del impuesto del 30 % sobre el pago de intereses y dividendos (*withholding tax*), que hasta ahora se exigía con carácter general.

(1) En los días sucesivos al período analizado, el dólar USA ha continuado su proceso alcista, superando, el 23 y el 24 de junio, los máximos históricos anteriores frente al franco francés, la lira italiana y la peseta española. Frente al marco alemán, la cotización del dólar USA alcanzó, el día 23, el valor más alto de los últimos diez años y medio.

1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 9 al 13 de julio de 1984

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 21/25 MAY 1984	Respecto última semana 1983
Dólar USA	1,02	1,93	2,35
Yen japonés	247,02	-2,02	-1,39
Franco suizo	2,45	-3,64	-6,68
Libra esterlina	0,78	-3,77	-6,97
Marco alemán	2,90	-1,32	-1,19
Franco belga	58,83	-1,15	-0,75
Florín holandés	3,27	-1,52	-1,53
Franco francés	8,89	-0,80	-1,42
Lira italiana	1.779,71	-0,89	-2,16
Peseta	164,37	-2,76	0,07

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

	Cotización frente al dólar USA		
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 21/25 MAY 1984	Respecto última semana 1983
Yen japonés	242,20	-4,01	-3,89
Franco suizo	2,40	-5,54	-8,77
Libra esterlina (b)	1,31	-5,54	-9,04
Marco alemán	2,84	-3,33	-3,43
Franco belga	57,68	-3,17	-2,83
Florín holandés	3,21	-3,58	-3,79
Franco francés	8,72	-3,11	-3,73
Lira italiana	1.743,05	-2,77	-4,36
Peseta	161,14	-4,60	-2,24

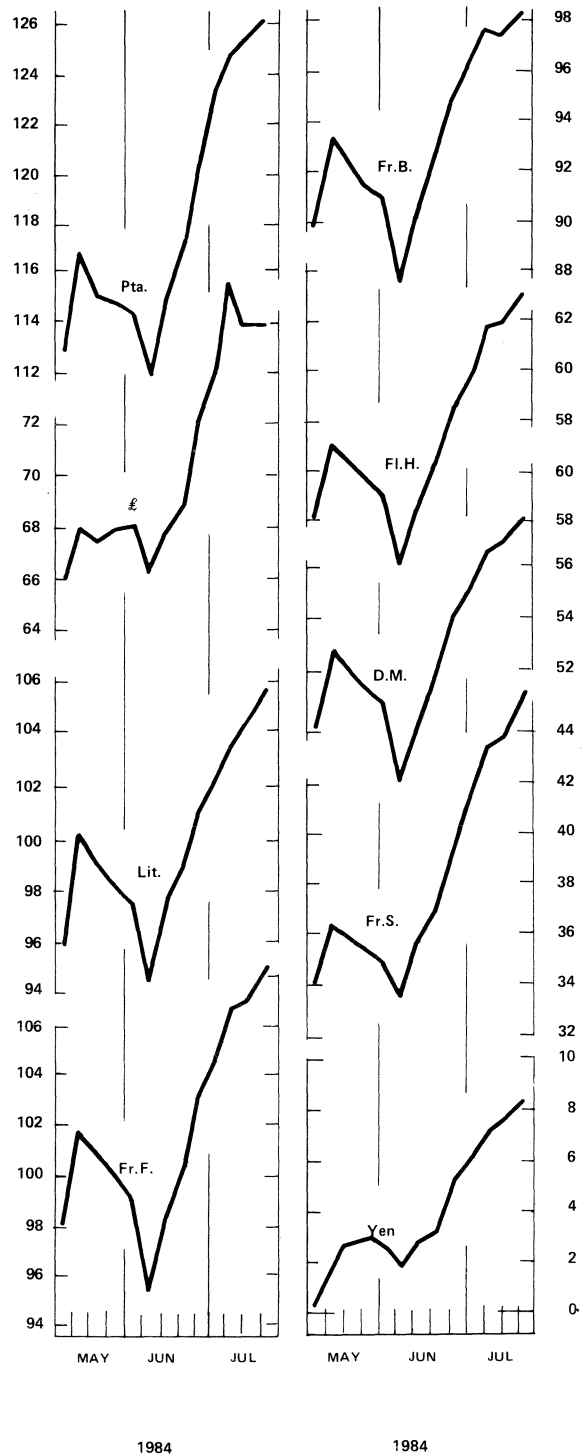
(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al dólar USA.

(b) En dólares USA por unidad nacional.

El resultado de todo ello, en términos de los mercados cambiarios, ha sido una apreciación generalizada del dólar USA frente a la totalidad de las divisas, habiendo registrado, durante el período objeto de análisis, un avance de un 1 % en términos del DEG. Dentro de la evolución general, es de destacar, asimismo, la depreciación de la libra esterlina y del franco francés,

1. Cotización al contado del dólar (Ø)

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



en un mismo porcentaje (5,5 %), respecto a la divisa americana. En este sentido, la elevación de los tipos de interés americanos ha vuelto a poner en una difícil situación, no sólo a los países con dificultades de pagos internacionales, sino también a los países europeos que se enfrentan a la perspectiva de registrar una depreciación de sus monedas o de elevar sus tipos de interés internos.

Así, en el caso de Gran Bretaña, la política monetaria instrumentada por las autoridades condujo a dos elevaciones del tipo preferencial de la banca en el plazo de cinco días. Tras la segunda subida, el tipo de interés preferencial se situó en el 12 %, frente a un 9,25 % vigente hasta el día 5 de julio del presente año, alcanzando así los niveles de 1982. Estas medidas contribuyeron a un cambio de tendencia en la cotización de la libra esterlina que hasta ese momento había manifestado una acusada debilidad, como resultado de problemas sociales internos, de la atonía de los precios del crudo y de la existencia de un déficit comercial en los últimos meses. Parecida actitud tomó el Bundesbank, que aumentó su tasa de descuento en un 0,5 % en los días finales del mes de junio. Ello no impidió que el marco alemán registrase, durante el período analizado, una depreciación del 3 % frente a la divisa americana.

Respecto al mercado del oro, su cotización se depreció frente al dólar USA en más de un 10 % durante el período objeto de análisis. La justificación de este desplome se encuentra en la fortaleza del dólar USA, en la nueva elevación de los tipos de interés, en la práctica ausencia de inflación en los Estados Unidos y en la disminución de los precios del petróleo y de las materias primas. Tras esta caída, el precio del oro se situaba, al término del período de referencia, alrededor de 340 dólares la onza: su nivel más bajo en lo que va de año.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

Las vicisitudes del dólar USA en los mercados de divisas internacionales han tenido también su reflejo en el mercado de la peseta, cuya cotización se depreció frente a la casi totalidad de las principales divisas, durante las semanas comprendidas entre el 21 de mayo y el 13 de julio. Esta evolución, sin embargo, se vio apoyada por la actuación de las autoridades monetarias, que intervinieron en el mercado de divisas al contado comprando dólares.

La evolución de la peseta no fue homogénea a lo largo de todo el período que acaba de citarse. Durante la primera mitad del mismo, el tipo de cambio de la

peseta se apreció respecto al dólar USA en algo más de un 2 %, para iniciar a continuación un leve deslizamiento a la baja, que se intensificó en los días finales de junio y continuó a lo largo de las dos primeras semanas de julio. En conjunto, la caída de la peseta frente a la divisa americana, entre mediados de junio y julio, fue de un 6,5 % (1), lo que sitúa la apreciación del dólar USA frente a la peseta, para la totalidad del período analizado, en un 4,6 %. Este porcentaje es superior a la apreciación que el dólar ha registrado en promedio frente a las demás divisas que se cotizan en España, por lo que la peseta, en términos medios ponderados, se depreció, en el conjunto del período, un 1,1 % frente a la CEE, un 1,6 % frente a los países desarrollados y cerca de un 3 % frente al total mundial.

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

Semana del 9 al 13 de julio de 1984

	Semana 21/25 MAY 1984	Ultima semana de 1983	Semana 6/10 DIC 1982 (b)
Dólar USA	-4,60	-2,24	-20,67
Yen japonés	-0,62	1,72	-21,08
Franco suizo	0,99	7,16	-7,92
Marco alemán	-1,32	1,24	-7,16
Franco belga	-1,48	0,61	-3,99
Florín holandés	-1,06	1,62	-4,92
Franco francés	-1,54	1,55	0,59
Libra esterlina	0,99	7,48	-1,57
Lira italiana	-1,88	2,22	-1,52
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- Mundo	-2,88	0,11	-12,97
- Países desarrollados	-1,64	1,81	-7,13
- CEE	-1,11	2,42	-2,70

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

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

Como ya se ha indicado anteriormente, la intervención de las autoridades monetarias españolas en el mercado al contado tuvo un carácter comprador de dólares en términos netos, aunque, durante el período, su actuación se verificó en los dos lados del mercado. Ello contribuyó a un aumento de las reservas de divisas convertibles, en el mes de junio, de 218,4 millones de dólares, situándose el nivel de las reservas exteriores, al final de dicho mes, en 13.072,4 millones de dólares.

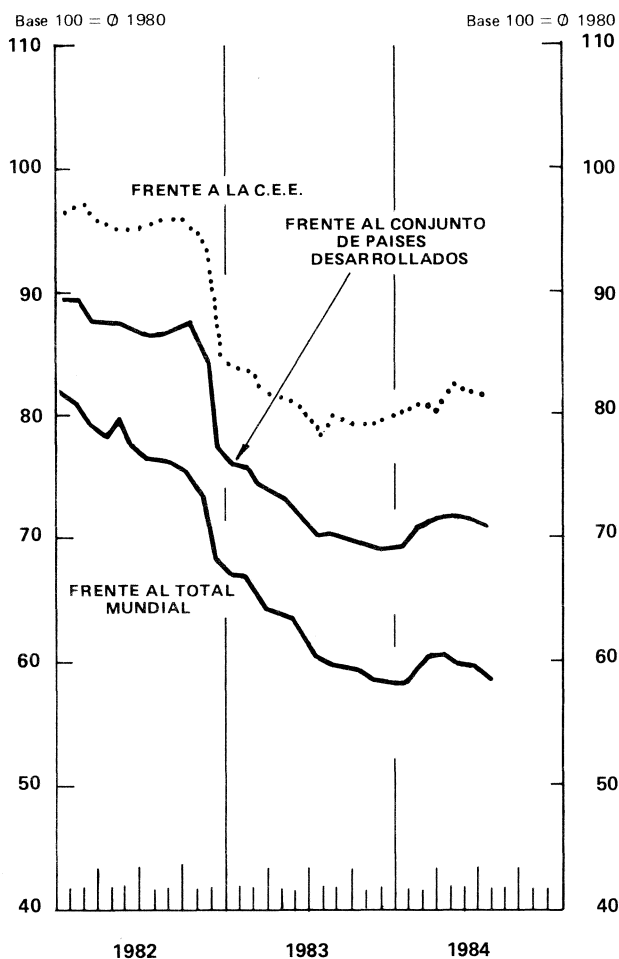
(1) En los días siguientes al cierre del presente Boletín, y debido a la fortaleza de la divisa americana, la cotización de la peseta registró el nivel más bajo conocido, situándose, el día 24 de julio, en 162,653 pesetas por dólar.

Simultáneamente, las condiciones monetarias internas han continuado propiciando que los tipos de interés a corto siguiesen, durante el período analizado, su deslizamiento a la baja. Como los tipos de interés internacionales se movieron al alza, esta situación se reflejó en una disminución del descuento a plazo de la peseta, que, para el plazo a un mes, disminuyó en casi un punto porcentual, hasta situarse en el 3,8 % al finalizar el período. La intervención del Banco de España en el mercado a plazo de la peseta continuó siendo compradora, incrementándose su posición neta compradora, que, a mediados del mes de julio, superaba los 500 millones de dólares.

Respecto al índice de tipo de cambio efectivo real, las previsiones del Servicio de Estudios para el mes de junio y la primera quincena de julio muestran una leve depreciación de la peseta frente a las tres agrupaciones de países, tanto si se mide por los precios industriales como por los del consumo. Tal cambio, que es el primero de este sentido que se produce en el presente año, se ha debido fundamentalmente a la depreciación sufrida por el índice de tipo de cambio efectivo nominal de la peseta, puesto que los indicadores de los precios relativos que se utilizan siguen mostrando una evolución desfavorable para España.

25-VII-1984.

2. Índice del tipo de cambio efectivo de la peseta (∅)



Evolución monetaria

En el transcurso de los meses de abril y mayo los agregados monetarios crecieron a ritmos muy moderados. A lo largo del mes de junio, sin embargo, las magnitudes monetarias han experimentado una acusada aceleración, y la información parcial disponible relativa al mes de julio apunta hacia una intensificación de esta tendencia.

En los últimos días de mayo las necesidades financieras de las Administraciones Públicas aumentaron sustancialmente. Este recrudecimiento del déficit público en las postrimerías del mes de mayo ejerció en el mes de junio un impacto expansivo sobre las magnitudes monetarias. Además, durante este último mes, el sector público continuó proyectando una presión importante sobre los mercados financieros interiores. A este hecho se unió la recuperación que, según todos los indicios, experimentó el crédito al sector privado, recuperación que ya se inició en el transcurso del mes de mayo y que las cifras provisionales de junio tienden a consolidar.

Por lo que se refiere al sector exterior, prosiguió en el mes de junio la acumulación de reservas aunque a un ritmo menor que el registrado en meses anteriores. El Banco de España realizó compras netas por unos 190 m. de dólares, en tanto que las entidades delegadas apenas experimentaron variación en su posición de contado.

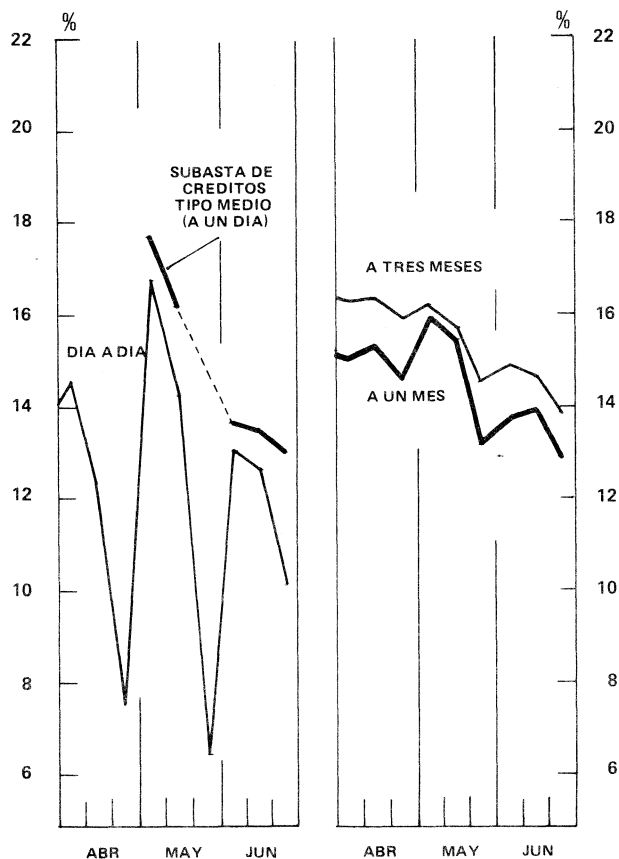
La oferta de activos de caja instrumentada por el Banco de España atendió la demanda de liquidez necesaria para cubrir la expansión de los agregados monetarios, evitando que se suscitara tensiones en los mercados monetarios.

Los agregados monetarios

Al finalizar el mes de mayo el crecimiento medio de las disponibilidades líquidas se situaba en el 10,2 % y en el 11,0 % el correspondiente a ALP. Ambas magnitudes discurrían, por tanto, dentro de la banda de objetivos que la autoridad monetaria había programado para el año.

En el transcurso del mes de junio, la aceleración que ha experimentado los ritmos de avance de los agregados monetarios ha quebrado bruscamente esta tendencia. En términos de T_1 las disponibilidades líquidas crecieron en dicho mes al 19,3 % en tanto que ALP avanzó a una tasa del 20,1 %. Estos resultados sitúan la expansión media de ambos agregados durante el primer semestre del año en el 11,7 % y en el 12,5 %, respectivamente.

1. Tipos de interés (2)



Dentro de los componentes de M_3 destaca el crecimiento de los depósitos de la banca privada que, durante el mes de junio, crecieron al 20,2 % en tanto que los de las cajas lo hicieron al 14,4 %. El efectivo en manos del público, registró una tasa de expansión anormalmente alta -32,2 % - después del crecimiento muy moderado en meses anteriores.

En cuanto al resto de activos líquidos en manos del público distintos de M_3 las estimaciones para el mes de junio señalan, por segundo mes consecutivo, tasas de expansión más acordes con las previsiones realizadas al comenzar el año, después de avances muy pausados en el transcurso del primer cuatrimestre del año. Dentro de este conjunto se observan, no obstante, evoluciones muy dispares. A grandes rasgos destaca el avance sustancial de la cesión temporal de activos no públicos, los bonos de caja y tesorería y los títulos hipotecarios, en tanto que los pasivos por operaciones de seguro de las cajas de ahorro permanecen estancados. El volumen de letras endosadas continúa regis-

1. Agregados monetarios

	1984			
	ITR	ABR	MAY	JUN
	T_3^1	T_1^1	T_1^1	T_1^1
ALP	13,0	8,2	8,0	20,1
M_3	12,1	9,3	5,6	19,2
Otros activos líquidos del público	23,7	-3,6	37,0	31,3
Aportación al crecimiento de ALP				
M_3	11,2	8,5	5,3	17,6
Otros activos líquidos del público	1,8	-0,3	2,7	2,5

trando descensos notables que sólo resultan compensados en una pequeña parte por los pagarés de empresa avalados por las instituciones bancarias.

El crédito interno

Las cifras provisionales disponibles para el mes de junio sobre los fondos puestos a disposición de los sectores internos de la economía por el sistema crediticio y los mercados monetarios señalan un avance intermensual en torno al 14 %, situándose en el 15 % la tasa de la media móvil trimestral - T_1^3 -.

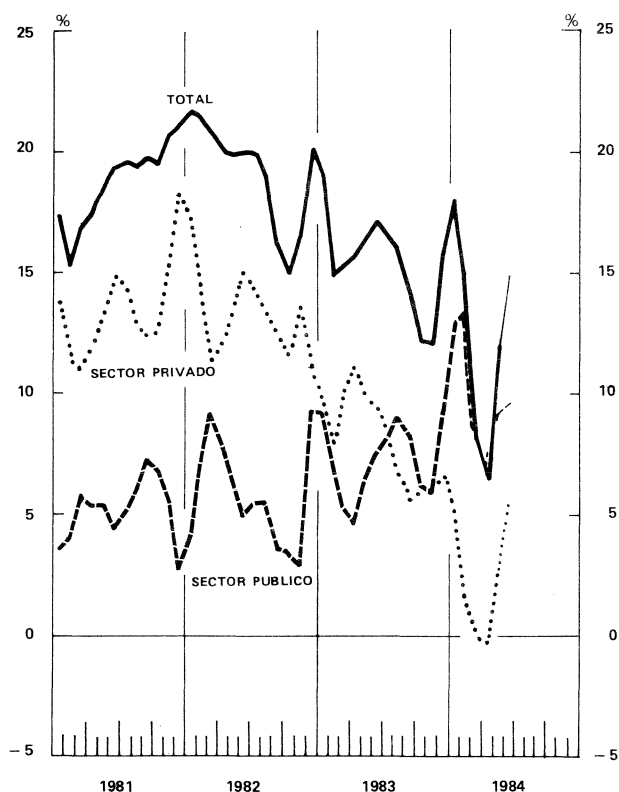
La expansión experimentada por el crédito al sector privado es, sin duda, la nota más destacada, hasta el punto de que por primera vez desde que comenzó el año la aportación del sector privado a la expansión del crédito interno supera a la del sector público, en términos intermensuales. En efecto, se estima que durante el mes de junio la contribución de la financiación otorgada al sector privado fue de unos 8,5 puntos porcentuales en tanto que la del sector público se evalúa en torno a los 5,5 puntos.

Se estima que los fondos puestos a disposición de las familias y empresas no financieras a través del sistema crediticio y los mercados monetarios han crecido a una tasa próxima al 11,5 %. El volumen de financiación canalizada a través de los mercados monetarios experimentó, una vez más, un descenso en términos absolutos, en tanto que la otorgada por las instituciones crediticias en forma de pólizas y efectos ha podido registrar una expansión situada en la proximidad del 13 %.

Esta recuperación del crédito al sector privado puede derivarse de la decisión de bancos y cajas de ahorro de

2. Crédito interno

(T₁) (*)



augmentar sus inversiones crediticias después de que ha quedado establecido el nuevo coeficiente de deuda a corto o medio plazo que, en los meses previos a esta implantación definitiva les llevó a comportarse de manera muy cautelosa en este terreno. Al lado de esto, es probable que el descenso de los tipos de interés de los créditos que han adoptado una gran parte de las instituciones bancarias haya incidido positivamente en la demanda de financiación del sector privado.

Las estimaciones correspondientes sitúan el crecimiento de los fondos otorgados al sector público tanto por el sistema crediticio como a través de los mercados monetarios durante el mes de junio en el entorno del 23 %, en T₁. La mayor parte de esta financiación adoptó la forma de préstamos y anticipos del Banco de España que experimentaron un incremento neto de 140 m.m. Por medio de la emisión de deuda pública a medio plazo en forma de bonos, el Estado obtuvo 41 m.m. en tanto que la emisión neta efectiva de pagarés del Tesoro apenas alcanzó los 9 m.m.

Los activos de caja y los mercados monetarios

La política monetaria instrumentada por el Banco de España a lo largo del mes de junio financió cómodamente esta aceleración, sin que se produjesen tensiones en los mercados monetarios.

En efecto, el deseo de no permitir elevaciones bruscas en los tipos de interés, como consecuencia de la fuerte aceleración de los agregados monetarios con que comenzó el mes de junio, llevó a las autoridades monetarias a conceder cantidades importantes de préstamos a las instituciones bancarias mediante subasta en el transcurso de la primera decena. La intensa expansión de la oferta de activos de caja en este período y la caída de excedentes hasta el 0,041 %, desde el 0,092 % en que se situó la media de la tercera decena de mayo, atendieron el elevado ritmo de crecimiento monetario registrado, ocasionando una suave elevación de los tipos de interés.

2. Activos de caja excedentes (Ø)

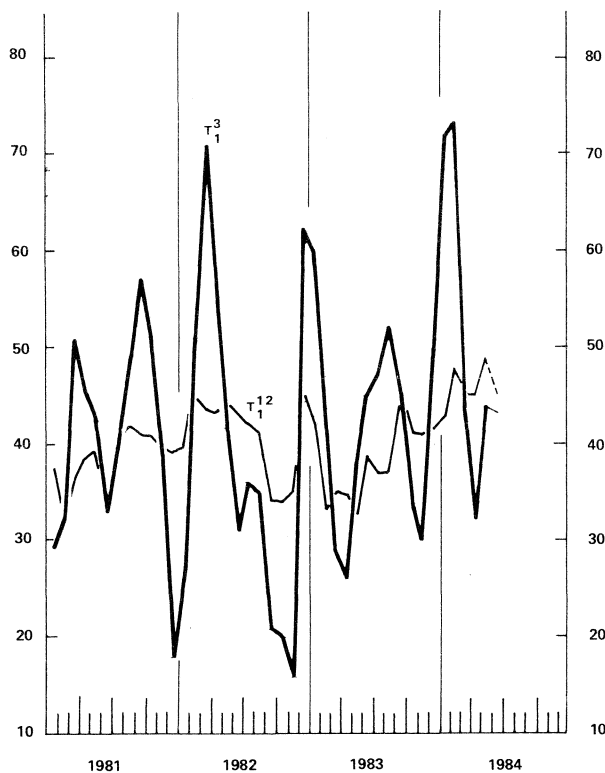
	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorros
1984			
ENE	0,561	0,402	0,805
FEB	0,053	0,064	0,037
MAR	0,169	0,177	0,157
ABR	0,096	0,127	0,050
MAY	0,059	0,077	0,033
1. ^a dec.	0,030	0,032	0,024
2. ^a dec.	0,054	0,078	0,019
3. ^a dec.	0,092	0,117	0,053
JUN	0,054	0,063	0,039
1. ^a dec.	0,041	0,047	0,032
2. ^a dec.	0,071	0,083	0,053
3. ^a dec.	0,049	0,059	0,032

Durante el segundo tercio del mes de junio, se acusó una descomprensión de los agregados monetarios. El Banco de España disminuyó sustancialmente el saldo de préstamos al sistema bancario e incrementó ligeramente el saldo de ventas temporales de pagarés del Tesoro y, en consecuencia, la oferta de activos de caja avanzó con una mayor moderación. Pese a ello, las entidades bancarias incrementaron su coeficiente de activos de caja excedentes hasta el 0,072 % y los tipos de interés iniciaron una tendencia al descenso.

La tercera decena del mes ha evolucionado dentro de una tónica de tranquilidad en los mercados, con tipos

3. Financiación de los sectores público y privado

FINANCIACION DEL SECTOR PUBLICO



FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO



3. Tipos de mercado monetario (Ø)

	Tipos día a día			Tipos a plazo			
	Interbancario	Banco de España		Interbancario		Banco de España cesiones temporales de pagarés	
		Subasta de préstamos	Adquisición temporal de pagarés	Un mes	Tres meses	Un mes	Tres meses
1984							
ENE	10,42	16,24	—	17,30	18,41	—	—
FEB	18,14	19,29	—	18,30	18,46	—	—
MAR	14,77	18,82	—	16,42	17,14	15,00	—
ABR	11,61	—	13,41	15,07	16,21	14,89	15,25
MAY	11,93	17,15	14,15	14,66	15,41	12,75	15,00
1.ª dec.	16,80	17,73	16,81	15,93	16,22	—	15,38
2.ª dec.	14,26	16,19	14,87	15,36	15,67	—	14,78
3.ª dec.	6,41	—	8,87	13,16	14,51	12,75	14,24
JUN	11,91	13,35	12,44	13,45	14,41	12,06	13,49
1.ª dec.	13,10	13,64	13,28	13,68	14,81	12,50	14,00
2.ª dec.	12,69	13,52	12,90	13,88	14,64	—	13,80
3.ª dec.	10,16	12,99	11,31	12,92	13,89	11,92	13,09

de interés discurriendo dentro de una suave línea descendente. Sólo al cierre del mes se registraron situaciones de tensión por parte de algunas entidades, que obligaron al Banco de España a intervenir en el mercado secundario de pagarés del Tesoro realizando compras temporales por unos 32 m.m. Esta situación debió venir motivada sólo por casos muy aislados de entidades que se vieron en dificultades de cubrir coeficientes, ya que los tipos de interés no acusaron estas tensiones, pues, al contrario de lo que cabría esperar, experimentaron una brusca caída al cierre de la tercera decena.

La línea seguida por el Banco de España durante los días transcurridos del mes de julio se enmarca dentro de la misma tónica del mes anterior de atender el crecimiento monetario subyacente en el sistema sin suscitar tensiones en los mercados monetarios.

En efecto, en el transcurso de las dos primeras decenas de julio las fuertes cantidades puestas a disposición de bancos y cajas mediante el mecanismo de subasta, contrarrestados sólo parcialmente por ventas temporales de pagarés del Tesoro, han situado la oferta de activos de caja muy por encima de los objetivos programados, permitiendo mantener los tipos del mercado interbancario en torno al 12 % en las operaciones a un día, al 12,5 % para el plazo de un mes y al 13,5 % para los tres meses.

27-VII-1984.

Sector público

Actividad presupuestaria del Estado en el período enero-mayo

Al final de mayo, el déficit de las operaciones no financieras del Estado se situó en 849,5 m.m., lo que representa un aumento de 226,3 m.m. sobre el déficit acumulado al final del primer trimestre. Este incremento es básicamente imputables al mes de abril, pues, en mayo, el saldo negativo ha permanecido estabilizado. Con respecto al déficit hasta mayo del año pasado, de 501,0 m.m., se ha registrado un incremento de 348,5 m.m. en los cinco primeros meses de 1984 (véase cuadro 1). Este aumento del déficit se ha producido como resultado de una evolución moderada de los ingresos no financieros, más desfavorable que la presupuestada, y de un crecimiento sensible de los pagos no financieros, determinado en gran medida por la evolución de las transferencias corrientes, ya que el resto de las grandes rúbricas de gastos muestran crecimiento contenidos. Por lo que se refiere a la financiación del déficit, la actividad financiera está dominada por la emisión de pagarés del Tesoro, absorbidos por las instituciones crediticias y por el Banco de España, de acuerdo con las nuevas orientaciones de la política monetaria y de las relaciones del Tesoro con el Banco de España.

Los ingresos no financieros han aumentado en un 20,0 %, pero tanto el crecimiento de los impuestos directos (16,3 %) como el de los impuestos indirectos (15,4 %) quedan por debajo de esa tasa, lo que implica

1. Estado. Ingresos y pagos

	ENE-MAY	
	1984	1983
SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS	- 836,8	-501,0
Ingresos	1.581,3	1.318,3
Impuestos, tasas y otros ingresos	1.471,8	1.275,5
Transferencias	66,7	8,5
Otros ingresos	42,7	34,3
Gastos	2.418,1	1.819,2
Consumo público	553,4	504,4
Transferencias corrientes	1.289,2	825,3
Gastos de capital	441,7	406,5
Otros gastos	133,8	83,1
FINANCIACION	836,8	501,0
Emisión neta deuda pública y cédulas de inversión	1.910,4	331,8
Sector exterior	126,9	29,2
Dotaciones al Crédito Oficial	- 54,4	- 78,9
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	11,1	43,9
Banco de España	-1.157,2	175,0

una desviación acusada respecto de las proyecciones presupuestarias, que condicionará ya la recaudación del conjunto del año, aun cuando para algunos impuestos los meses transcurridos no son significativos. En el caso de los impuestos indirectos, esa desviación cobra más relieve si se tiene en cuenta que el crecimiento de la recaudación neta, es decir, descontados los pagos por desgravación fiscal a la exportación, queda limitado al 10,3 %, dado el aumento de dichos pagos en un 40,8 %.

En los impuestos directos, los que gravan la renta de las personas físicas muestran un crecimiento más rápido que los que gravan la renta de sociedades (19,3 % y 7,7 %, respectivamente), debido a que las retenciones por rentas del trabajo avanzan a un ritmo superior a las retenciones por rentas de capital (20,6 % y 9,5 %, respectivamente), ya que, hasta mayo, las cuotas diferenciales, en ambos casos, tienen una repercusión muy

débil. Lo mismo ocurre con la recaudación del impuesto sobre el patrimonio hasta ese mes, en tanto que el otro impuesto sobre el capital, el de sucesiones, registra un retroceso del 30,1 %, discrepante con el fuerte aumento previsto (véase cuadro 2).

Los distintos impuestos indirectos ofrecen contrastes muy acusados en su recaudación bruta. Así, frente a los aumentos del 34,5 % en el ITE y del 34,2 % en los impuestos especiales sobre el consumo, los derechos aduaneros y los impuestos sobre el lujo se han incrementado sólo el 8,7 % y el 3,7 %, respectivamente, y registran descensos muy apreciables el impuesto sobre transmisiones patrimoniales (17,3 %) y las rentas de monopolios (51,8 %), con caídas equivalentes en las rentas del tabaco y las rentas de petróleos.

En el resto de los ingresos no financieros, el crecimiento del 8,6 % de las tasas resulta muy bajo en comparación con las previsiones presupuestarias, pero se registra una diferencia considerable en los ingresos por transferencia en los primeros cinco meses de 1983 y 1984, a favor de este último año.

2. Estado. Ingresos no financieros

	ENE-MAY		
	Importe		Crecimiento 84/83
	1984	1983	
INGRESOS NO FINANCIEROS	1.581,3	1.318,3	20,0
Impuestos directos	622,2	535,1	16,3
S/ Renta personas físicas	520,7	436,6	19,3
<i>Ret. trabajo personal</i>	435,1	360,6	20,6
<i>Ret. rentas de capital</i>	63,6	58,1	9,5
<i>Fraccionamientos</i>	14,9	12,0	24,6
<i>Cuota diferencial</i>	7,1	5,9	19,9
S/ Renta de sociedades	82,9	77,0	7,7
<i>Ret. rentas de capital</i>	63,6	58,1	9,5
<i>Cuota diferencial</i>	19,3	18,9	2,1
S/ Capital	6,9	9,8	-30,1
<i>Sucesiones</i>	6,5	9,2	-29,6
<i>Patrimonio</i>	0,4	0,6	-37,9
Otros	11,7	11,7	- 0,1
Impuestos indirectos	780,1	676,3	15,4
Trans. patrim. y ac. jur. doc.	45,6	55,1	-17,3
ITE	279,9	208,1	34,5
S/ Consumo	255,9	207,4	23,4
<i>Especiales</i>	179,7	133,9	34,2
<i>Lujo</i>	76,2	73,4	3,7
Aduanas	178,9	164,5	8,7
Monopolios	19,9	41,2	-51,8
Tasas y otros ingresos	69,5	64,0	8,6
Transferencias	66,7	8,5	-
Otros ingresos	42,7	34,3	24,6
De dotaciones Crédito Oficial	30,5	25,1	21,8
Dividendos y otras rentas	2,0	2,1	- 5,3
Otros	10,2	7,1	43,3

Como se ha anticipado, el crecimiento de los pagos no financieros del Estado hasta mayo, del 32,9 %, se debe básicamente a la evolución de las transferencias corrientes, cuyo crecimiento intenso, del 56,2 %, viene explicado, a su vez, por la cumplimentación pendiente al principio de año de la Ley 3/1983; por la recomposición del gasto público, desde el punto de vista del Estado, derivada del traspaso de competencias a las Comunidades Autónomas; por la desgravación fiscal a la exportación, y por el aumento apreciable de las transferencias a la Seguridad Social y a las empresas, que ya se recogía en el Presupuesto de 1984 (véase cuadro 3).

El avance del consumo público está siendo moderado, 9,7 % hasta mayo, lo que se explica por el bajo crecimiento de las remuneraciones de personal, del 6,0 %, que refleja en parte el fenómeno contrario al de las transferencias por traspaso de competencias. Las compras de bienes y servicios muestran, por el contrario, un fuerte aumento, del 42,6 %, que se justifica en gran medida por pagos debidos al período de ampliación del ejercicio anterior. Los gastos de capital registran un crecimiento bajo, del 8,7 %, que en el caso de las inversiones reales llega a ser una disminución del 5,8 %, en tanto que las transferencias han aumentado en un 22,5 %. Estos porcentajes están influidos también por la remodelación que están experimentando las Administraciones Públicas con el desarrollo de las Autonomías, pero, en todo caso, la caída de las inversiones reales tiene que ver con un retraso en la ejecución presupuestaria. Por último, cabe indicar que los

3. Estado. Pagos no financieros

m.m., %

	ENE - MAY		Crecimiento 84/83
	Importe		
	1984	1983	
TOTAL PAGOS (ORDENADOS)	2.418,1	1.819,2	32,9
Consumo público	553,4	504,4	9,7
Remuneraciones de personal	451,1	425,6	6,0
Sueldos	333,1	330,0	0,9
Clases pasivas	118,0	95,6	23,5
Compra de bienes y servicios	102,3	78,8	29,8
Transferencias corrientes	1.289,2	825,3	56,2
Presupuestarias	1.055,2	671,8	57,1
Presupuesto corriente	1.016,2	638,0	59,3
A: OAA	234,2	138,6	69,0
Seguridad Social	308,8	222,1	39,0
Entes territoriales	234,1	147,6	58,6
Empresas	101,4	45,4	123,4
Familias e i.s.f.i.	85,2	62,6	36,2
Otras	52,4	21,8	140,7
Período ampliación	39,0	33,8	15,4
Desgravación fiscal exportación	157,6	111,9	40,8
Otras	76,4	41,6	83,8
Pagos de capital	441,7	406,5	8,7
Inversiones reales	187,0	198,6	- 5,8
Transferencias	254,7	207,9	22,5
Presupuesto corriente	240,1	172,0	39,6
A: OAA	45,8	46,7	- 2,0
OAC	84,1	68,3	23,2
Entes territoriales	40,6	11,6	251,1
Empresas	63,5	35,9	77,1
Otras	6,1	9,5	-36,0
Período de ampliación	61,9	35,9	72,2
Otras	-47,3	-	-
Otros pagos	133,8	83,1	61,1
Intereses de cédulas	40,4	35,7	13,3
Otros intereses	93,0	46,9	98,1
Otros	0,4	0,4	-10,5

pagos por intereses registran un incremento apreciable, como consecuencia del endeudamiento creciente del Estado y las nuevas pautas de financiación del déficit.

Frente al déficit de las operaciones no financieras de 849,5 m.m., los pagarés del Tesoro emitidos hasta mayo ascendían a 1.822,8 m.m., de los que 312,3 m.m. fueron absorbidos por el Banco de España y la mayor parte del resto por el sistema bancario. A través del sector exterior, el Estado obtuvo una financiación neta de 126,9 m.m. Las emisiones de deuda a medio y largo

4. Estado. Operaciones financieras

m.m.

	ENE-MAY	
	1984	1983
SALDO OPERACIONES FINANCIERAS	836,8	501,0
Deuda pública y cédulas de inversión	1.910,4	331,8
Pagarés del Tesoro	1.822,8	258,5
A medio y largo plazo	5,6	20,7
Emisiones brutas	43,4	40,5
Amortizaciones	- 37,8	- 19,7
Deuda no negociable	81,9	52,5
Financiación exterior	126,9	29,2
Créditos recibidos	136,3	37,8
Amortizaciones	- 9,4	- 8,6
Dotaciones al Crédito Oficial	- 54,4	-78,9
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	11,1	43,9
Otras operaciones	- 45,8	33,0
Desfases	59,9	10,8
De los que op. pendientes de pago	68,4	23,0
Discrepancia estadística	- 3,0	0,1
Banco de España	-1.157,2	175,0
C/c. del Tesoro	-1.467,6	160,7
C/ especial Crédito Oficial	- 64,9	- 3,3
Otras cuentas del Estado	375,3	17,6

plazo arrojan una financiación neta insignificante, pero las emisiones de cédulas menos las dotaciones al Crédito Oficial registran hasta mayo un saldo favorable del Estado de 27,5 m.m. Como resultado de estas operaciones financieras, a pesar del déficit, el saldo deudor de las cuentas del Estado en el Banco de España ha registrado una disminución de 1.157,2 m.m. (véase cuadro 4).

3-VIII-1984.

Resultados de la Central de Balances

1. La Central de Balances

El objetivo para el que fue creada la Central de Balances es el de ampliar y mejorar la información disponible sobre la situación de las empresas no financieras a través de la agregación y análisis de sus estados contables. Sobre la base de las experiencias precedentes –tanto de las realizadas en otros países (Bélgica, República Federal de Alemania, Francia, etc.) como de las tentativas previas de análisis de datos empresariales menos amplios que se habían realizado en España–, el Banco de España se encargó de la organización de una Central de Balances, siguiendo una tradición ya establecida en varios países europeos, según la cual, son los bancos centrales los encargados de recoger y analizar la información del sector empresarial.

Los primeros resultados de este esfuerzo son los que a continuación se comentan, referidos a un total de 2.057 empresas que se han estructurado en 66 ramas y 16 grandes sectores, con una atención especial al análisis por separado de las empresas de los sectores público y privado.

La cobertura de este *conjunto de empresas* es del 27,3 % del PIB en 1981, y del 18,5 % de los trabajadores registrados en la encuesta de población activa en 1982, exceptuadas las ramas de actividad «0» (Agricultura) y «9» (Otros servicios) del Código Nacional de Actividades Económicas, cuya cobertura ha tenido que ser, necesariamente, inferior, dada la dispersión de éstas en pequeñas unidades productivas. Se trata, por consiguiente, de un colectivo de considerable representatividad, si bien sesgado hacia la empresa de tamaño mediano y grande; las empresas de más de 500 trabajadores (un 17,7 % de las incluidas) representaban, en 1982, más de un 81 % de las personas empleadas y del valor añadido ajustado del *conjunto de empresas*, y, aproximadamente, un 75 % de las ventas. No obstante, y por haberse recogido datos de un número considerable de empresas de todos los tamaños, puede intentarse elevar sus resultados a nivel nacional, a través de un trabajo estadístico laborioso, pero no particularmente difícil. Asimismo, y como es de esperar, la cobertura sobre las empresas públicas es superior a la de las empresas privadas, lo cual puede tener implicaciones importantes sobre el resultado general, dadas las sustanciales diferencias que, tanto en lo que se refiere a resultados como a estructura financiera, presentan uno y otro tipo de empresas.

Los resultados se presentan desde dos puntos de vista: el empresarial y el de las cuentas de la Contabilidad Nacional. Conviene resaltar que el contraste de algunos datos globales de la Central de Balances con

1. Discrepancias de algunos datos de la Central de Balances con la Contabilidad Nacional

Total empresas

% sobre la producción +
subvenciones de explotación

	Contabilidad Nacional 1981	Central de Balances 1982
Valor añadido bruto	51,6	31,2
Remuneración de los asalariados	23,4	19,5
Excedente bruto de explotación	25,5	10,7
Ahorro bruto	9,3	1,3

los que arroja la Contabilidad Nacional registra diferencias notorias en algunas magnitudes, las más importantes de las cuales quedan reflejadas en el cuadro 1.

Ante la presencia de este tipo de problemas, todavía no resueltos, y dado que la representatividad de los sectores no está todavía completamente establecida, el comentario se ceñirá a los resultados globales, y únicamente se hará referencia a los resultados de la comparación realizada entre empresas públicas y privadas.

2. Resultados globales de la Central de Balances

A la vista de los datos obtenidos en la agregación simple del *conjunto de empresas* que se analizan, es necesario destacar el bajo nivel de rentabilidad de la empresa española, con una mínima capacidad de autofinanciación y una extremada y creciente dependencia de los fondos tomados a préstamo. El debilitamiento que esto produce en su estructura financiera, junto con la elevación del coste de los recursos ajenos, genera presiones adicionales sobre la cuenta de resultados que inhiben a los accionistas de la asunción de nuevos riesgos y obligan a las empresas a incrementar su endeudamiento, en una especie de círculo vicioso, que sólo un considerable esfuerzo de ajuste puede romper.

En 1982, se constatan progresos sensibles en este ajuste; la contención registrada en el crecimiento de los gastos de personal y la mejora del resultado financiero ordinario son signos de este hecho.

En cuanto a la empresa pública, su situación queda descrita con lo ya expresado, si bien, en este caso, la falta de rentabilidad y la dependencia de los recursos ajenos se dan en grado especialmente alto. Asimismo, hay que hacer notar la extraordinaria importancia que las subvenciones, tanto de explotación como de capital, están tomando en el sostenimiento de estructuras productivas muy deterioradas, lo que, a través de su repercusión sobre las necesidades financieras del sec-

tor público, supone un empeoramiento de las condiciones de obtención de fondos a préstamo para todos los agentes.

Pasando a un examen más detallado, los datos registran un incremento de la producción, incluidas las subvenciones (1), para el conjunto de las empresas consideradas, del 14,4 % en 1982; eliminadas de dicha cifra las subvenciones de explotación, que experimentaron una fuerte expansión durante el año, este incremento se reduce al 13,7 %, casi un punto por debajo del avance del PIB a precios de mercado en 1982 (14,6 %) y sólo ligeramente superior a la del deflactor del PIB en dicho año (12,9 %). El considerable sesgo de este *conjunto de empresas* en favor de las actividades de industria y construcción —los sectores menos dinámicos en aquel año— explica esta diferencia. Por otro lado, en estas empresas, se dio una notable absorción de existencias de productos terminados y en curso, las cuales disminuyeron, en el período, en casi un 40 %, y un extraordinario incremento de las subvenciones de explotación, que crecieron un 52,1 %, pasando del 1,61 % al 2,14 % del total de la producción (2).

2. Estado de resultados

Total empresas

% sobre la producción +
subvenciones de explotación

	1981	1982
Producción y subvenciones de explotación	100,00	100,00
De la cual:		
<i>Subvenciones de explotación</i>	1,61	2,14
Valor añadido ajustado	30,60	30,80
— Gastos de personal	20,04	19,67
= Resultado económico bruto	10,56	11,12
— Amortizaciones y provisiones	5,18	5,17
= Resultado económico neto	5,37	5,94
+ Ingresos financieros	0,83	0,99
+ Intereses activados	1,63	1,64
— Gastos financieros	8,10	8,55
+ Resultados extraordinarios y de cartera	−0,01	−0,71
= Resultado financiero (beneficios +)	−0,27	−0,69

(1) Salvo mención expresa, en el resto del trabajo, todas las referencias a la producción incluirán las subvenciones de explotación.

(2) Ambos desarrollos resultan congruentes con los datos de la Contabilidad Nacional, si bien, dado el alto grado de cobertura de la Central de Balances sobre las empresas públicas, receptoras mayoritarias de las subvenciones, la variación de éstas para el *conjunto de empresas* de la Central de Balances se ajusta mucho más a la que la Contabilidad Nacional registra para el conjunto de la economía.

3. La autofinanciación empresarial en varios países de la OCDE (1982)

	España	Francia	Reino Unido	Alemania
% sobre las necesidades financieras	19,5	40,1	58,1	60,6

Fuente: BE, Banque de France, Bank of England, Deutsche Bundesbank.

El valor añadido bruto de este conjunto de empresas (véase cuadro 2) experimentó un ligero avance, en términos de la proporción que representaba del total de la producción más las subvenciones, pasando del 30,6 % al 30,8 %. Excluidas éstas de ambos términos de la relación, el valor añadido experimentó una caída igualmente ligera, desde el 29,5 % al 29,3 %, lo que da otra señal de la importancia de las subvenciones para estas sociedades.

Este valor añadido, en sus dos terceras partes se destinó a gastos de personal; debe señalarse, sin embargo, que el peso de éstos registró un leve descenso en 1982, hasta representar un 19,7 % del total de la producción (20,0 % en 1981). La tercera parte restante constituye lo que se designa como resultado económico bruto de la explotación, que, a causa del incremento del valor añadido y la reducción relativa en los gastos de personal, experimentó una cierta mejora (11,1 % de la magnitud base en 1982, 10,5 % en 1981).

Paralelamente, el resultado económico neto de amortizaciones y provisiones aumentó desde el 5,4 % al 5,9 %. No obstante, la elevada incidencia de los gastos financieros, que en 1982 ascendieron al 8,55 % de la producción (8,10 % en 1981), y, sobre todo, los resultados extraordinarios, que alcanzaron importantes cifras negativas, determinaron un empeoramiento del resultado financiero global de este colectivo de empresas, que se situó en el -0,7 % (-0,3 % en el año anterior).

Todos estos datos vuelven a incidir sobre la escasa rentabilidad de nuestras empresas: medida por el resultado económico neto, ésta se situó, en 1982, por debajo del 5 % del inmovilizado material productivo y el circulante de explotación, o, como ya se ha expresado, en el 5,9 % de la producción total. Esta escasa rentabilidad reduce al mínimo su capacidad de autofinanciación: los recursos totales generados, definidos como el resultado financiero antes de impuestos más las amortizaciones y provisiones, fueron equivalentes a menos del 30 % de los necesarios para financiar los incrementos del inmovilizado y el capital circulante. Si de estos recursos deducimos los impuestos y dividendos pagados, para hallar la autofinanciación, ésta supuso tan sólo el 19,5 % de las necesidades financieras.

En el cuadro 3 puede comprobarse cómo el nivel de autofinanciación de la empresa española es muy infe-

rior al de otros países de la OCDE. A pesar de la heterogeneidad de las fuentes —Central de Balances para Francia y Contabilidad Nacional para Alemania y Reino Unido—, queda de manifiesto cómo, en el caso español, el recurso a la financiación ajena ha de ser, inevitablemente, mucho más cuantioso, no obstante la elevación que se registra en los costes de esta financiación (en 1982, el coste medio de los recursos ajenos se situaba en el 10,5 %). De esta forma, los gastos financieros imponen una carga cada vez más pesada sobre los resultados; en 1982, representaron un 50 % más que el resultado económico neto de explotación, contribuyendo a cerrar un círculo vicioso en el que la falta de rentabilidad obliga a endeudarse y el endeudamiento genera ulteriores caídas en la rentabilidad de las sociedades.

En este punto hay que incidir todavía sobre los intereses intercalarios incorporados al activo; el estudio de la Central de Balances ofrece, por primera vez, un intento de cuantificación, y de él resulta que la activación de intereses representa, aproximadamente, un 20 % de los gastos financieros totales, o, desde otro punto de vista, un 16,7 % del incremento del inmovilizado material en 1982; así, los intereses activados suponen una parte importantísima (superior a un tercio) de los recursos generados (1) por las empresas en el ejercicio. Este fenómeno es particularmente notorio en las empresas del sector de energía eléctrica, cuya rúbrica de intereses activados se eleva a más del 15 % del valor total de su producción, a la tercera parte del incremento del

(1) La consideración de los intereses intercalarios tiene importantes implicaciones a la hora de determinar los resultados de las empresas. Por una parte, es un hecho cierto que la inversión en ciertos bienes que no se incorporan al inmovilizado productivo más que tras un largo período de maduración conlleva unas cargas financieras que deben tenerse en cuenta para calcular el valor de reposición de dichos bienes. Sin embargo, en la medida en que la activación de intereses puede ser un medio para presentar una mejor cuenta de resultados, esta práctica proporciona una imagen distorsionada de la realidad empresarial y puede encubrir un proceso de descapitalización, puesto que permite elevar la cifra del beneficio distribuable. En este trabajo se ha respetado la contabilización que las propias empresas ofrecen de estos intereses intercalarios, aun debiendo advertir que la forma en que los presentan tiene serias consecuencias sobre magnitudes tales como los recursos generados, la autofinanciación y la inversión, en forma de posibles sobrevaloraciones. En efecto, si los intereses intercalarios fueran considerados como gastos financieros del ejercicio, de la cifra de resultado financiero habría que restar la correspondiente a intereses activados; igualmente los recursos generados y la autofinanciación quedarían disminuidos en la misma medida (véanse cuadros 2 y 4). No ocurriría lo mismo con las necesidades de financiación, puesto que, en este caso, los intereses activados no figurarían como empleos en los estados de origen y aplicación de fondos.

inmovilizado material y a casi un 83 % de los recursos generados.

En estas condiciones, en las que la empresa reinvierte en sí misma una proporción muy pequeña y decreciente de las rentas que genera (8,6 % en 1981, 7,9 % en 1982, según los datos recogidos por la Central de Balances), su estructura financiera sufre un deterioro persistente: el *ratio* de autonomía financiera (Fondos propios/Pasivo total) descendió desde el 51,9 % en 1981 al 48,6 % en 1982, y la tasa de endeudamiento (Fondos ajenos/Fondos propios) pasó desde el 92,8 % en 1981 al 105,9 % en 1982.

Esta evolución determina, no sólo una renumeración muy escasa de los recursos propios (la relación dividendos/recursos propios fue, en 1982, del 3 %, lo que

4. Financiación

% sobre empleos totales en aumento de inmovilizado y activo circulante (1982)

	Total	Empresa pública	Empresa privada
Recursos generados (a)	29,28	5,99	42,47
De los cuales:			
<i>Autofinanciación en sentido estricto</i>	17,35	2,27	26,09
Aportación de accionistas	11,28	19,53	6,51
Subvenciones de capital	8,62	22,60	0,52
Obligaciones y bonos	8,05	5,89	9,29
Préstamos a medio y largo plazo	31,67	34,16	30,23
<i>De entidades de crédito</i>	24,75	25,99	23,47
Préstamos a corto y efectos comerciales descontados			
<i>Netos de caja y saldos acreedores en entidades de crédito</i>	11,07	11,80	10,64

(a) Recursos generados = Resultado financiero + Dotación a amortizaciones + dotación neta a provisiones e insolvencias definitivas.

significó que los accionistas recibieron un 4,1 % de las rentas generadas), sino también un elevado grado de incertidumbre sobre los resultados futuros, lo que inhibe la asunción de nuevos riesgos por parte de los accionistas. Así, en 1982, las aportaciones de accionistas supusieron menos de la quinta parte de la financiación permanente, y los recursos así obtenidos sólo alcanzaron a financiar un 11,3 % de las necesidades totales, cifra sólo ligeramente superior a la de las subvenciones de capital (véase cuadro 4).

La dependencia de los recursos tomados a préstamo, cuyo coste se elevó progresivamente en los últimos años, se configura así como un factor determinante de los resultados empresariales. Examinando la distribu-

ción de las rentas generadas por las empresas (véase cuadro 5), se observa cómo la reducción de la proporción de dichas rentas que va a retribuir al personal, y la escasa magnitud de las rentas percibidas por los accionistas, se ven, en gran medida, contrarrestadas por el caudal creciente de recursos que va a retribuir los fondos ajenos (22,8 % de las rentas generadas en 1981, 24,3 % en 1982).

La importancia de este aspecto requiere un análisis algo más detallado de la financiación empresarial vía recursos ajenos: de la variación neta de pasivos financieros, los créditos representaron un 81,3 %, frente a un 7,8 % de los títulos de renta fija y un 10,8 % de la aportación de accionistas. De entre los créditos, un 48 % fueron a medio y largo plazo, mayoritariamente concedidos por instituciones financieras e instrumentados mediante pólizas.

Dentro de este panorama general de rentabilidad escasa y débil estructura financiera, existen ciertos signos de mejoría en los resultados de las empresas. Ya se ha hecho notar que el resultado económico bruto, que representaba en 1981 un 10,6 % del valor total de la producción, ascendió hasta el 11,1 % en 1982; esta mejora, una vez deducidas las amortizaciones y provisiones, que en términos relativos se mantuvieron constantes, se reflejó en un alza del resultado económico neto, desde el 5,4 % al 5,9 %. A pesar de la elevación de los gastos financieros, los resultados financieros ordinarios de las empresas cambiaron de signo: de una cifra negativa equivalente al 0,27 % de la magnitud tomada como base, se pasó a un mínimo resultado positivo del 0,02 %, y sólo el afloramiento de fuertes pérdidas extraordinarias en algunas empresas de gran volumen en el ejercicio impidió que esta mejora tuviera un reflejo en el resultado financiero.

Cabe señalar también otros esfuerzos de ajuste realizados por las empresas, que se tradujeron en una estabilización relativa de la cifra de intereses intercalarios incorporados al activo, y en la contención de los gastos de personal y de las rentas percibidas por los accionis-

5. Distribución de las rentas generadas (a)

	Total empresas	
	1981	1982
Al personal	56,33	55,82
Al Estado	8,21	7,88
A los prestamistas	22,78	24,27
A accionistas y otros	4,05	4,12
A autofinanciación	8,61	7,89

(a) Rentas generadas = Valor añadido + Resultados extraordinarios y de la cartera de valores (excluidas sus provisiones) + Ingresos financieros + Intereses activados + Tributos.

tas. Por último, una gestión de tesorería más ajustada y flexible generó un considerable aumento en los ingresos financieros, facilitado por la elevación de los tipos y por la proliferación de alternativas de colocación de recursos a corto.

6. Ratios de estructura

Total empresas

%

	1981	1982
Cobertura del inmovilizado (a)	92,30	93,13
Autonomía financiera (b)	51,87	48,56
Tasa de endeudamiento (c)	92,78	105,92

- (a) Inmovilizado bruto/Recursos permanentes.
 (b) Recursos propios/Recursos totales.
 (c) Recursos ajenos/Recursos propios.

3. Las empresas públicas y las empresas privadas

De los desgloses que la Central de Balances ofrece de sus cifras, el que realiza entre empresas públicas y privadas reúne un especial interés, por lo que a continuación se señalan brevemente unas conclusiones derivadas del análisis comparativo de los datos de ambos tipos de empresas.

Uno de los caracteres diferenciales más importantes entre los esquemas de funcionamiento de la empresa pública y la privada es la incidencia muy diferente en unas empresas y en otras de las subvenciones de explotación. Estas subvenciones tienen una importancia esencial para la determinación de los resultados de la empresa pública, que recibe el 90 % del total de las subvenciones recogidas por la Central de Balances, con un incremento del 60,2 % entre 1981 y 1982, que contrasta con el pequeño aumento (5 %) de las subvenciones de explotación recibidas por empresas privadas. Así, las subvenciones de explotación representaron, para la empresa pública, casi un 7 % de sus ventas, un 21 % del valor añadido y un 143,4 % del resultado económico neto en 1982 (0,3 %, 1,1 % y 5,6 % para las empresas privadas, respectivamente).

A pesar de la fortísima incidencia de las subvenciones, la rentabilidad de la empresa pública (aun teniendo en cuenta que una parte de las subvenciones compensa precios artificialmente bajos) se muestra claramente inferior a la de las privadas, hecho que queda reflejado en los cuadros 7 y 8. La mejora en el resultado económico entre 1981 y 1982 es inferior al aumento de las subvenciones de explotación recibidas por estas empresas, y no oculta el hecho de que estos pobres resultados se corresponden con una capacidad de autofinanciación casi nula (véase cuadro 4). Los

7. Rentabilidad de la empresa pública y la privada

% del resultado económico sobre la producción + subvenciones de explotación

	1981		1982	
	Bruto	Neto	Bruto	Neto
Total empresas	10,5	5,4	11,1	5,9
Empresas públicas	8,6	3,3	10,0	4,3
Empresas privadas	11,4	6,3	11,6	6,7

8. Rentabilidad de la empresa pública y la privada

% del resultado económico sobre capital económico (inmovilizado productivo + capital circulante) 1982

	Bruto	Neto
Total empresas	9,41	5,02
Empresas públicas	8,63	3,70
Empresas privadas	9,74	5,58

recursos generados en 1982 apenas bastaron para financiar el 6 % de los empleos en inmovilizado y capital circulante; si de esta cifra restamos el impuesto de sociedades y los dividendos pagados, la autofinanciación sólo ascendió al 2 % de dichas necesidades (43 % y 26 %, respectivamente, para las empresas privadas).

La estructura financiera de la empresa pública, de forma coherente con lo anterior, es extremadamente débil. Los coeficientes de autonomía financiera y endeudamiento empeoraron a lo largo de 1982, hasta situarse en 36,2 % y 176,2 % frente a 54,3 % y 84,2 % de las empresas privadas. El enorme peso de los recursos ajenos, a pesar de que el coste medio de éstos sea inferior para las empresas públicas (10,05 %, 0,73 puntos más bajo que el de las privadas), se traduce en un altísimo nivel de gastos financieros, que llega al 10,4 % del total de la producción (7,7 % en las empresas privadas).

Pero no son sólo los mayores gastos financieros los que explican la diferencia de rentabilidad entre empresas públicas y privadas: también son superiores los gastos de personal (20,2 % de la producción más subvenciones, frente a 19,8 % en las empresas privadas). El coste medio por empleado fue mayor en un 6 % que en la empresa privada. Por otro lado, los períodos de maduración son considerablemente más largos y la diferencia con los de la empresa privada aumentó en 1982, lo que, con independencia de las diferencias estructurales de los sectores en los que ambos tipos de empresas se encuentran implicados, tiende a señalar

9. Distribución de las rentas generadas (1982)

%

	Empresa pública	Empresa privada
Al personal	52,76	57,37
Al Estado	17,31	3,11
A los prestamistas	27,20	22,78
A accionistas y otros	1,58	5,41
A autofinanciación	1,13	11,31

una peor gestión del activo circulante, con las correspondientes implicaciones técnicas y financieras sobre la rentabilidad.

En resumen, dentro de un conjunto caracterizado por su escasa rentabilidad, las empresas públicas muestran unas características particularmente preocupantes. El resultado financiero es fuertemente negativo, del orden del 5 % de la producción total, a pesar del importante incremento experimentado por las subvenciones, que, a su vez, inciden pesadamente sobre el

déficit público, y, a través de las necesidades de financiación del Estado, sobre las condiciones generales del mercado de fondos a préstamo. Su débil estructura financiera agrava sus cargas por intereses y tiende a empeorar, de forma creciente, su situación. Por el contrario, las empresas privadas, también con bajas rentabilidades económicas, ofrecen unos resultados financieros positivos, aunque muy reducidos (1,7 % del total de ventas más subvenciones son sus resultados financieros ordinarios, 1,15 % contando los resultados extraordinarios y de cartera).

Esta diferencia cualitativa en la situación de ambos tipos de empresas requirió en estos años un considerable esfuerzo, por parte del sector público, en forma de transferencias, tanto de explotación como de capital. Estas últimas representaron, en 1982, casi cuatro veces más que los recursos generados por las empresas y 10 veces más que su autofinanciación. Asimismo, la aportación de los accionistas –en su gran mayoría, entes públicos– supuso una cifra escasamente inferior a la de las subvenciones de capital, completando un panorama en el que la dependencia de estas empresas de

10. Ratios de estructura

Total empresas

%

	1981		1982	
	Empresa pública	Empresa privada	Empresa pública	Empresa privada
Cobertura del inmovilizado (a)	90,22	93,13	91,29	93,90
Autonomía financiera (b)	38,63	57,77	36,20	54,28
Tasa de endeudamiento (c)	158,81	73,09	176,19	84,21

- (a) Inmovilizado bruto/Recursos permanentes.
 (b) Recursos propios/Recursos totales.
 (c) Recursos ajenos/Recursos propios.

11. Información adicional

1982

%, días

	Privada	Pública	Total
Gastos de personal. Variación 82/81	11,8 %	13,7 %	12,4 %
Coste medio por personal. Variación 82/81	13,7 %	15,8 %	14,2 %
Gastos financieros brutos (% sobre producción + subvenciones)	7,7 %	10,4 %	8,6 %
Coste medio de los recursos ajenos	10,8 %	10,1 %	10,5 %
Relación dividendo/patrimonio neto	3,3 %	1,7 %	3,0 %
Subvenciones sobre ventas	0,3 %	6,9 %	2,2 %
Período de maduración de stocks de mercaderías o materias primas	45 días	77 días	53 días
Período de maduración de stocks de productos terminados y en curso	35 días	70 días	45 días
Período de pago a proveedores	102 días	177 días	122 días
Período de cobro a clientes	103 días	148 días	116 días

las aportaciones públicas ha llegado a un grado máximo, obligando a que una parte muy considerable de los ingresos presupuestarios se destine al sostenimiento de empresas, muchas de ellas irrentables y de escasa viabilidad futura.

2-VIII-1984.

Los mercados internacionales de capitales en el primer semestre de 1984

Las cifras disponibles para los dos primeros trimestres de 1984 siguen confirmando una lenta pulsación, e incluso caída, en el volumen de fondos intermediado en los mercados internacionales de capitales. Esta desaceleración no afecta por igual a todos los segmentos del mercado. Al contrario: se observa un creciente interés, tanto por prestatarios como por inversores, en el mercado de obligaciones internacionales, en detrimento del más tradicional de préstamos internacionales sindicados.

Las causas de fondo de este menor pulso de los mercados financieros internacionales no han variado sustancialmente con respecto al año precedente. De una parte, la crisis financiera internacional desatada en el verano de 1982, que ha llevado a una drástica disminución de los préstamos *espontáneos* a países menos desarrollados, con una creciente preocupación de los prestamistas por la calidad del riesgo de sus carteras. De otra, la mejoría en la balanza de pagos de los países de la OCDE, reduciendo así sus necesidades de apelación a los mercados internacionales. Particularmente este efecto se ha notado en países tales como Suecia, Dinamarca, Francia e Italia, tradicionalmente activos en estos mercados. Un tercer factor, por el lado de la demanda de créditos, es la mejora en la situación financiera interna de las grandes corporaciones internacionales, especialmente las estadounidenses. Con incrementos sustanciales en sus *cash-flow* y un boyante mercado de capitales, han optado por aumentar sus fondos propios, antes de apelar al mercado crediticio en una fase de expectativas al alza en los tipos de interés. Así, la toma de fondos en el euromercado por corporaciones americanas en este primer semestre de 1984 fue solamente de 595 millones de dólares (1), frente a 3.875 millones de dólares en el mismo período de 1983.

No es ajena a esta tendencia la incertidumbre que en el mercado ha creado el levantamiento, por parte de las autoridades americanas, de la retención en origen del 30 % que pesa sobre los rendimientos obtenidos por no residentes de la compra de bonos emitidos en Estados Unidos, aunque su impacto se hará notar a partir del segundo semestre de este año, y especialmente en el mercado de eurobonos, previéndose una transferencia de negocio desde Londres a Nueva York, en favor de los bancos de inversión americanos.

Un último factor en esta cadena de causalidades cruzadas ha sido la inestabilidad de los mercados, muy

(1) Mientras no se indique lo contrario, el término «dólares» hace referencia a la divisa de Estados Unidos de Norteamérica (dólares USA).

1. Capitales tomados a préstamo en los mercados internacionales

Millones de dólares

	1981	1982	1983	1983		1984	
				I TR	II TR	I TR	II TR
Obligaciones internacionales (eurobonos)	31.294,1	50.238,6	50.098,2	13.848,6	13.221,7	19.509,5	15.003,8
Obligaciones extranjeras (a)	21.511,7	25.198,7	27.049,8	8.133,2	7.515,3	7.457,5	7.604,6
Emisiones (total)	52.805,8	75.527,3	77.148,0	21.981,8	20.737,0	26.967,0	22.608,4
de las cuales:							
<i>Bonos a interés flotante y certificados de depósito</i>	11.253,9	15.268,2	19.564,3	4.294,7	5.005,8	9.774,1	7.286,0
Préstamos internacionales (eurocréditos)	144.364,1	95.971,8	73.714,3	20.696,3	17.790,2	51.924,5	13.059,0
Préstamos bancarios extranjeros (b)	3.382,6	7.428,4	6.964,7	1.047,7	1.482,0	1.866,1	1.308,1
Créditos (total)	147.746,7	103.400,2	80.679,0	21.744,0	19.272,2	53.790,6	14.367,1
Total	200.552,5	178.927,5	157.827,0	43.725,8	40.009,2	80.757,6	36.975,5

(a) Se trata de emisiones de un no residente en un mercado nacional específico en la moneda del país de emisión. Incluye, además, en 1981, emisiones especiales emitidas por instituciones de desarrollo, por un importe de 997,8 millones de dólares y colocados directamente en gobiernos o bancos centrales.

(b) Préstamos a no residentes denominados en la moneda del país del banco prestamista.

Fuente: OCDE.

sensibles no sólo a movimientos en los tipos de interés, sino a cualquier noticia sobre agravamiento de la crisis de pagos de los países sudamericanos y a sus repercusiones sobre las cuentas de resultados de la banca americana. Aunque solucionada satisfactoriamente, tampoco puede dejar de mencionarse aquí la crisis del Continental Illinois, que llevó a una rápida intervención conjunta de la Reserva Federal y del Fondo de Garantía de Depósitos Bancarios americano (Federal Deposit Insurance Corporation), que en pocos días tuvieron que inyectar 7.500 millones de dólares en el banco, adicionalmente a los 4.500 millones de dólares extendidos por un consorcio de 16 bancos nacionales americanos.

A partir del mes de mayo, la subida de los tipos de interés americanos se aceleró, abortándose así la esperada depreciación del dólar en los mercados cambiarios. Esta fortaleza del dólar ha perjudicado especialmente al marco alemán, en cuyos mercados se emitió el equivalente a 3.093 millones de dólares en obligaciones denominadas en marcos en los seis primeros meses de 1984, frente a 4.366 millones de dólares en igual período de 1983.

La situación de los mercados, que se comenta con algún detalle a continuación, no ha sido uniforme, con un mercado de euroemisiones mucho más dinámico que el de europréstamos. Asimismo, el primer trimestre de 1984 ha gozado de una cierta estabilidad en los tipos de interés del dólar, frente a un alza sistemática en el segundo trimestre. Ello ha afectado muy negativamente a los mercados de obligaciones a tipo de interés fijo no convertibles, y, por el contrario, ha favorecido el creciente interés de los participantes en el mercado por

instrumentos a tipo de interés variable, a menudo convertibles en acciones, y, en general, muy líquidos.

Esto no es contradictorio con la aparición de emisiones a plazos hasta ahora desconocidos, como la emisión del Reino de Suecia en bonos a interés flotante (1) a 40 años, e, incluso, la novedad de emisiones sin plazo de amortización (*perpetual bonds*). En estos casos, y debido al montante inicial de la emisión (1.500 millones de dólares en el caso citado de Suecia) y a su distribución geográfica, el mercado es muy amplio, asegurando al inversor la posibilidad de una inmediata realización. Adicionalmente, este tipo de emisiones suele gozar, cada cierto tiempo —por ejemplo, una vez al año—, de la posibilidad de transformación en un bono a medio plazo emitido por el prestatario (*call option*) (2). En este campo de la innovación financiera, el primer semestre de 1984 ha confirmado las tendencias que se manifestaban durante 1983 hacia una menor distinción y segmentación entre los mercados de eurobonos y los de préstamos sindicados, con un creciente énfasis en la posibilidad de hacer líquidas (*marketability*) a través del mercado las posiciones de activo de los balances de

(1) El instrumento financiero denominado en inglés *Floating Rate Notes* se ha traducido al castellano como *bono a tipo de interés flotante*.

(2) Una excepción a esta regla fue la emisión de 500 millones de dólares del National Westminster Bank, en bonos a tipo de interés flotante, en el mes de abril, al 3/8 sobre el LIBOR a seis meses. Sin *call option*, es semejante a una emisión de *títulos participativos*. Para el Nat-West, cuenta como fondos propios, a los efectos de su balance.

los bancos internacionales. La otra dirección de la innovación financiera reside en el aumento de operaciones cada día más sofisticadas, de acuerdo con las necesidades y preferencias del prestatario. Se ha pasado ya de unos mercados estándar, con operaciones y márgenes tipo, a otros donde cada operación es un caso único, incorporando muchas veces *ex novo* características referentes a plazo, márgenes, disponibilidad de fondos, etc. En este sentido, se deben citar los mercados en *swaps* y subparticipaciones, así como el interés por los instrumentos *revolving*, de los que es un buen ejemplo la reciente emisión por el Reino de España de 500 millones de dólares, a través de una línea de emisión en bonos repagables (*Revolving underwriting facility, RUF*).

Los mercados de obligaciones

El crecimiento con respecto al primer semestre de 1983 del conjunto del mercado de obligaciones (eurobonos más obligaciones extranjeras) experimentó un aumento del 16,1 %, que se compara favorablemente con las tasas de inflación de las divisas en las que se denominan tales títulos. Este crecimiento positivo en términos reales es particularmente acusado en el mercado de eurobonos, que registró un volumen de emisiones de 34.513,3 millones de dólares, frente a 27.070,3 millones de dólares en el primer semestre de 1983 (véase cuadro 1). El sector más dinámico continúa siendo el de bonos y certificados a tipo de interés flotante, con un crecimiento del 83,4 % en el período aquí analizado.

Del crecimiento del mercado de bonos a interés flotante da idea el que, en los dos primeros meses de 1984, se lanzaron al mercado emisiones por valor de 7.000 millones de dólares, frente a poco más de

14.000 millones de dólares para el conjunto del año 1983. Con relación al mercado de eurocréditos, el de obligaciones es mucho más selectivo y más líquido; por ello, en épocas de creciente incertidumbre y ausencia de actividad en el mercado de europréstamos, debido a la incidencia de la crisis financiera internacional, estas colocaciones son atractivas para los bancos, que toman *papel* de compañías de primera fila, e incluso de otros bancos, aun con menores márgenes (*spreads*) que los que se obtendrían de prestatarios en el mercado de eurocréditos.

Al mismo tiempo, la sensibilidad de los mercados de obligaciones a cualquier movimiento en los tipos de interés o al curso de una divisa frente a otra es muy superior a la del mercado de europréstamos. Así, la sensación de sobrevaloración del dólar y las expectativas de ulteriores elevaciones de los tipos de interés americanos, desatadas por las sucesivas elevaciones del *prime rate* americano, han conducido a una fase de relativa ralentización, en comparación con el *boom* de los primeros meses de este año. El mercado en marcos alemanes fue particularmente afectado por esta subida del dólar, y su participación en el euromercado ha descendido del 10,7 % al 6,1 % en los seis primeros meses de 1984.

Por lo que se refiere al plazo, el mercado de obligaciones supera al de eurocréditos, gracias a su mayor liquidez, siendo ya frecuentes emisiones a 12 años, e incluso *bonos perpetuos* como los recientemente aparecidos en este semestre. También en volumen de la emisión, el mercado es comparable al de eurocréditos, con frecuentes emisiones de más de 100 millones de dólares, por no mencionar el *record* establecido en julio del año pasado por la Comunidad Europea, con una emisión de 1.800 millones de dólares.

2. Emisiones internacionales de obligaciones (a)

Clasificación por país del prestatario

Millones de dólares

	1981	1982	1983	1983		1984	
				I TR	II TR	I TR	II TR
Total	52.805,8	75.527,3	77.148,0	21.981,8	20.737,0	26.967,0	22.608,4
Países de la OCDE	42.123,7	63.630,8	67.033,8	19.797,0	18.563,1	24.148,7	20.388,7
Países exportadores de petróleo	442,3	541,3	415,7	37,3	50,0	—	141,7
Otros países menos desarrollados	3.823,3	3.606,7	2.209,2	232,4	608,5	654,0	438,8
Países de economía planificada	50,0	—	—	—	—	—	—
Instituciones internacionales	6.008,9	7.255,7	6.574,9	1.637,3	1.336,4	1.767,9	1.252,0
Otros países y resto	357,6	492,8	914,4	277,8	179,0	396,4	387,2

(a) Incluye obligaciones internacionales (eurobonos) y obligaciones extranjeras.

Fuente: OCDE.

Continúa el creciente apetito por bonos denominados en la unidad de cuenta europea (ECU). Es prácticamente seguro que en 1984 se supere el volumen emitido en 1983 en instrumentos denominados en ECU (2.100 millones de dólares). En este mercado, que sigue siendo extraordinariamente selectivo, más de las tres cuartas partes de las emisiones gozan de una calificación triple A y están efectuadas principalmente por organizaciones internacionales y entidades estatales. Su atractivo para los inversores radica en su potencial estabilidad frente al riesgo de cambio de otras divisas, al tiempo que su tipo de interés es superior al de divisas como el marco alemán o el franco suizo. Al mismo tiempo, estos títulos permiten diversificar riesgos, lo que también constituye un atractivo para los prestatarios, que pueden acceder a fondos a menor precio que en el mercado del dólar, con una razonable estabilidad en sus expectativas de cambio. El principal problema reside en la todavía escasa profundidad del mercado, con emisiones, en promedio, de 50 millones de ECU, y con una demanda de inversores centrada en los países del Benelux. Tal vez la apertura del mercado suizo —con la emisión, por primera vez en el mes de mayo, de obligaciones en ECU para la Comunidad Europea—, dirigido por los tres principales bancos suizos, pueda cambiar, a corto plazo, la estrechez mencionada.

Por último, en cuanto a la distribución geográfica de los prestatarios, los procedentes de países de la OCDE alcanzaron un 89,8 % del total, en el primer semestre de este año: igual porcentaje que el alcanzado en el primer semestre de 1983 (véase cuadro 2).

Mercado de préstamos

Como señala la OCDE (1), el crecimiento de la actividad prestamista de la banca internacional está a unos niveles históricamente bajos. Esta afirmación, hecha a partir de los datos de los préstamos concedidos en 1983, es particularmente cierta para el primer semestre de 1984. En efecto, aunque el cuadro 1 refleja un volumen de préstamos bancarios internacionales (europréstamos) de 64.983,5 millones de dólares en el primer semestre de 1984, frente a 38.486,5 millones de dólares en igual período de 1983, si descontamos alrededor de 36.000 millones de dólares en facilidades crediticias derivadas de operaciones de fusión y absorción entre compañías americanas, acaecidas en este semestre de 1984, frente a escasamente 2.000 millones de dólares en el mismo tipo de operaciones para el primer semestre de 1983, el resultado indicará un descenso en

el volumen de europréstamos de al menos 7.500 millones de dólares. Esto llevaría a unas tasas anuales muy bajas para fin de año, pues el volumen de eurocréditos (excepción hecha de operaciones de financiación de fusiones y absorciones de compañías) no rebasaría los 50.000 millones de dólares a fin de año.

Estas cifras sobre la actividad prestamista global esconden otros dos fenómenos de gran importancia. En primer lugar, la disminución de préstamos *espontáneos*, es decir, préstamos ajenos a los *paquetes* de nuevos créditos que se negocian entre países deudores y la comunidad bancaria internacional, dentro del contexto de la reestructuración de la deuda externa de los primeros. Frente a unos de 24.000 millones de dólares en préstamos *espontáneos* a países menos desarrollados en 1982, en 1983 se alcanzó una cifra aproximativa de 17.600 millones de dólares, y, en estos seis primeros meses de 1984, las estimaciones más fiables hablan de alrededor de 7.000 millones de dólares. Entre los grandes acuerdos de reestructuración de la deuda externa de países en vías de desarrollo, se encuentran los de Brasil y México, ambos cerrados en este primer semestre de 1984, el primero por una cifra *record* de 6.500 millones de dólares, y el segundo por 3.800 millones de dólares.

Abstracción hecha de la actividad crediticia derivada de la renegociación de la deuda externa, los nuevos préstamos hacia áreas como América Latina están en su mínimo histórico. Por el contrario, los países asiáticos, particularmente Corea del Sur y algunos de la OPEP, concentran el remanente de la actividad prestamista en el conjunto de países menos desarrollados. Los países del Este se han mostrado más activos, después de la crisis polaca de 1982, que condujo a la práctica retirada de estos países del euromercado. La salida de la crisis polaca, la buena acogida de los *préstamos de financiación conjunta* entre el Banco Mundial y la banca privada a Hungría, y la primera salida importante de la URSS al euromercado desde 1982 son factores que han incidido en el cambio de panorama con relación a los países del Este. Por otra parte, no hay que olvidar que los préstamos a estos países constituyen un buen riesgo, en términos comparativos, frente a los de países con importantes problemas de financiación de deuda externa, y en un mercado en que la casi totalidad de los riesgos soberanos de países OCDE han desertado al mercado de obligaciones, particularmente al de bonos a interés flotante. Este doble efecto conduce a que la banca internacional busque ahora activamente el riesgo en países COMECON, como uno de los mejores disponibles para su cartera de préstamos internacionales.

(1) *Financial Market Trends*, n.º 27, marzo 1984.

El segundo hecho significativo se refiere a los cambios acontecidos en los flujos internacionales de fondos. Continuando la tendencia aparecida a finales de 1983, Estados Unidos se ha convertido en un tomador neto de fondos, rompiendo la tendencia que desde 1979 le asignaba el papel de oferente neto. El principal proveedor de liquidez del mercado, en términos netos, es el grupo de países de la OCDE, después de una drástica reducción de los fuertes déficit por cuenta corriente que siguieron a la segunda subida de los precios petrolíferos. Por su parte, los países exportadores de petróleo, y principalmente los de la OPEP, han visto reducir sus déficit por cuenta corriente, al tiempo que financiaban parte de sus desequilibrios mediante la desinversión de sus activos exteriores, en lugar de acudir al endeudamiento en el mercado internacional de capitales. A ello se debe que, con excepción de Nigeria o Argelia, el endeudamiento internacional de estos países sea todavía pequeño.

El mercado de préstamos bancarios extranjeros continúa siendo una fuente tradicional de financiación de las grandes compañías y del Banco Mundial. El volumen de fondos canalizados durante el primer semestre de 1984 ascendió a 3.174 millones de dólares, lo que representa un aumento de casi el 26 % sobre el mismo período de 1983. De dicho total, los prestatarios de países de la OCDE y el Banco Mundial recibieron el 74,7 %.

El cuadro 3 recoge la distribución geográfica por prestatario del conjunto de europréstamos y préstamos extranjeros, y su evolución en los dos primeros trimestres de 1984. El peso relativo de los países de la OCDE ha disminuido desde el 63,8 % en 1981 al 55,2 % en 1983, tendencia que se rompe en el primer semestre de 1984 por la incidencia de las facilidades crediticias obtenidas por compañías americanas en varios proce-

sos de toma de control de compañías competitivas, sobre todo en el sector petrolífero, fenómeno ya citado anteriormente.

Tipos de interés

A un primer trimestre de relativa estabilidad, aunque con subyacentes tendencias alcistas, en los tipos de interés internacionales, siguió un segundo trimestre marcado por las alzas continuas de los principales tipos. Así, en la segunda quincena de marzo, el *prime rate* estadounidense rompió su estabilidad desde agosto de 1983, elevándose 0,5 puntos porcentuales en dos aumentos sucesivos de 0,25 puntos. Seguiría otra subida de la misma cuantía en abril, y así sucesivamente, hasta alcanzar el actual nivel del 13 %. En una clara anticipación de este cambio de ciclo, el tipo de interés del eurodólar experimentó presiones al alza desde el mes de febrero, no habiendo dejado de seguir, en todo momento, la elevación de los tipos internos americanos.

Las monedas europeas, ante el alza del dólar, se vieron sometidas a fuertes presiones en los mercados cambiarios, lo que, a su vez, habrá influido en la tónica más bien moderada que han observado sus respectivos mercados de emisiones internacionales. El diferencial de rentabilidad con el dólar era difícil de cubrir, aun considerando la hipotética sobrevaloración del tipo de cambio de esa moneda y, en consecuencia, su potencial caída futura. La discusión en cuanto al grado de sobrevaloración o no del dólar ha ocupado muchas páginas, pero, al final, no se ha visto confirmada —por lo menos, en los meses transcurridos de 1984. En consecuencia, las economías europeas se han visto sometidas a crecientes presiones al alza en sus tipos de interés internos, que anulan los esfuerzos por *independen-*

3. Préstamos bancarios internacionales a medio y largo plazo (a)

Clasificación por país del prestatario

Millones de dólares

	1981	1982	1983	1983		1984	
				I TR	II TR	I TR	II TR
Total	147.746,7	103.400,2	80.679,0	21.744,0	19.272,2	53.790,6	14.367,1
Países de la OCDE	94.310,4	58.183,4	44.555,6	7.694,2	11.979,6	43.486,9	5.540,4
Países exportadores de petróleo	6.025,6	8.458,9	7.524,1	2.085,4	2.576,8	1.195,0	251,0
Otros países menos desarrollados	44.877,8	33.620,0	25.395,1	11.653,5	3.852,1	8.450,8	7.054,3
Países de economía planificada	1.549,5	704,0	1.309,2	—	200,0	181,5	1.260,4
Instituciones internacionales	317,1	1.287,1	1.080,8	294,9	313,7	421,4	131,0
Otros países y resto	663,3	1.226,8	814,2	16,0	350,0	55,0	130,0

(a) Incluye préstamos internacionales (eurocréditos) y préstamos bancarios extranjeros.

Fuente: OCDE.

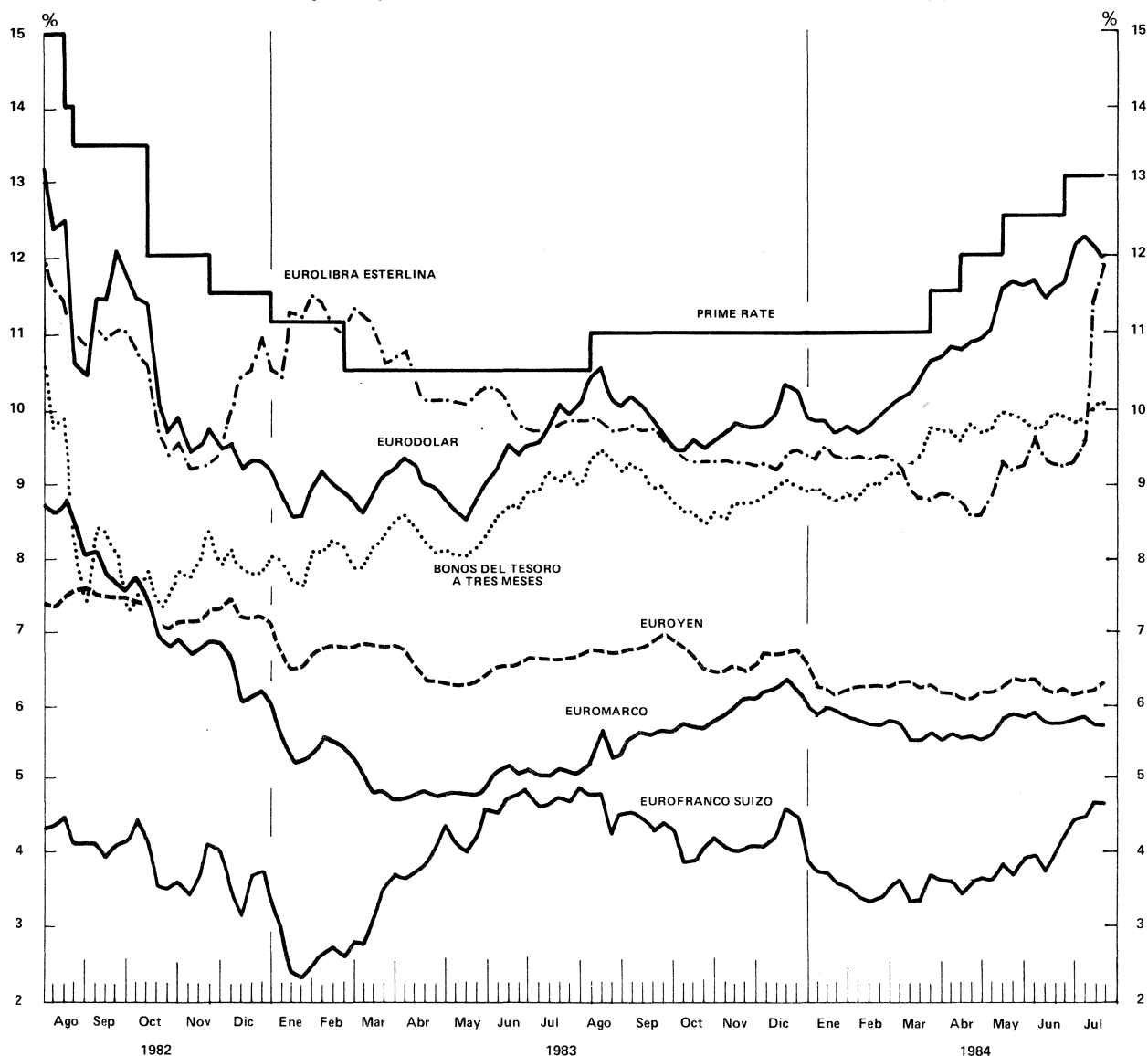
dizar (decoupling) la evolución de sus tipos de interés de los de la divisa americana y dificultan la esperada recuperación de las economías europeas. El caso más ejemplar lo ofrece el Reino Unido, donde el propósito dominante durante 1983 fue la independencia de la política monetaria británica. A la vista de la reciente elevación en dos puntos del tipo básico británico, esa independencia no se ha podido mantener.

dores, las expectativas para la inversión en esa divisa son buenas, por dos razones: en primer lugar, porque el proceso de concentración de activos en dólares parece que ha llegado muy lejos, y es razonable esperar un proceso de diversificación que favorecerá, en primera instancia, al marco; en segundo lugar, por la supuesta sobrevaloración del dólar, y, *a sensu contrario*, infravaloración del marco.

Continúa la estabilidad de los tipos del marco alemán, con una ligera tendencia al alza. Según los opera-

El mercado del yen continúa afectado por la incertidumbre creada por el paquete de medidas posterior al

1. Principales tipos de interés en los mercados monetarios internacionales (a)



(a). Tipos de interés en eurodepósitos a tres meses, prime rate y Bonos del Tesoro estadounidenses a tres meses.

acuerdo nipón-americano de noviembre de 1983 (1), que liberalizaba tanto la salida de empresas niponas al euromercado como el acceso al mercado interno en yens para prestatarios extranjeros. En un primer momento, se creyó que la mayor demanda de yens que se esperaba de este conjunto de medidas provocaría el alza de la moneda japonesa en los mercados internacionales, lo que vendría a confirmar la extendida idea de la infravaloración del yen. Pero no ha sido así: el apetito por activos denominados en yens ha sido más bien discreto, y los grandes prestatarios internacionales continúan alejados de este mercado, en parte por la ausencia de un mercado monetario desarrollado que permita tomar posiciones a corto en esta divisa. Al mismo tiempo, la inexistencia de un mercado de aceptaciones bancarias denominadas en yens disminuye la demanda de yens para financiación de operaciones de comercio exterior. Por lo tanto, el primer efecto de las nuevas medidas parece no haber tenido influencia apreciable sobre el curso del yen, ni sobre su tipo de interés. No obstante, parece pronto para una aseveración definitiva, más aun teniendo en cuenta que el paquete principal, afectando a la toma de fondos en yens por prestatarios no japoneses en el mercado del euroyén, entrará en vigor a partir del 1 de diciembre de 1984.

En cuanto a los márgenes, por una parte, el mercado continúa poniendo énfasis en la calidad del prestatario, contribuyendo así a una diferenciación o segmentación del mercado. Por otra, la situación de liquidez lleva a una reducción, circunstancia que se hace más intensa en el mercado de eurocréditos. Han vuelto a aparecer márgenes inferiores a 1/2 por ciento, y casi ha desaparecido la práctica del margen sobre el *prime rate* americano. Los prestatarios de primera línea consiguen márgenes muy ajustados, como en el reciente caso de Dinamarca.

En el mercado de eurobonos, los márgenes ya eran bajos a lo largo de 1983 y todavía se comparan favorablemente con los practicados en el mercado de eurocréditos. No obstante, una cierta sensación de sobreabundancia de emisiones, especialmente en el mercado de notas de interés flotante, junto con la extensión en plazo de la vida de este tipo de emisiones, ha llevado a una mayor resistencia, por parte de los bancos, a disminuir más el diferencial practicado.

29-VII-1984.

(1) Que entró en aplicación gradualmente, a partir del 1 de abril de 1984.

Regulación financiera: segundo trimestre de 1984

Durante el pasado trimestre, las novedades más significativas relativas a la regulación del sistema financiero afectaron a los pagarés del Tesoro, en cuya operatoria se han introducido modificaciones relativas, entre otros temas, a su cómputo en coeficientes, a la realización de subastas especiales, a la suscripción por particulares de pagarés instrumentados mediante anotaciones en cuenta, a los recibos que las entidades delegadas deben entregar a cambio de los pagarés depositados en ellas, y al funcionamiento del mercado de dobles a través del Servicio Telefónico. De igual forma, ha sido regulado un nuevo coeficiente que obliga a bancos y cajas de ahorro a invertir en pagarés del Tesoro el 12 % de sus pasivos computables en el coeficiente de caja.

Para todas las entidades de depósito, ha sido establecido el calendario de adaptación para la inclusión, entre los pasivos computables en su coeficiente de caja, de los depósitos de ahorro del emigrante. Asimismo, se ha reducido, a efectos de los límites máximos autorizados, la computabilidad de los riesgos, dinerarios o de firma, contraídos con organismos y empresas públicos.

Las entidades delegadas han experimentado modificaciones parciales en la regulación de la captación y de la colocación de recursos en divisas convertibles, al tiempo que, con determinadas condiciones, se les permitía la dotación en moneda extranjera de las provisiones para riesgos derivados de estas operaciones.

También se ha ampliado y agilizado la información que, sobre sus accionistas, debe remitir la banca privada al Banco de España.

Finalmente, se ha modificado el tipo de interés legal del dinero, que, en lo sucesivo, coincidirá con el tipo básico del Banco de España, salvo que la Ley de Presupuestos Generales del Estado de cada año fije uno diferente.

Bancos y cajas de ahorro: coeficiente de inversión en deuda a corto y medio plazo

La compra de pagarés del Tesoro por bancos y cajas de ahorro venía determinada, desde enero del presente año, por la posibilidad de cubrir hasta 3,5 puntos de sus inversiones obligatorias en fondos públicos con dichos activos. Existía, además, un compromiso de la mayor parte de estas entidades que elevaba el total de pagarés que debían mantener hasta el 10 % de los pasivos computables en el coeficiente de caja.

A la espera de la reforma global de este coeficiente, el Real Decreto-Ley 6/1984, de 8 de junio, ha autorizado al Gobierno a fijar, hasta el límite máximo del 12 %, el porcentaje mínimo de los pasivos computables en el coeficiente de caja que la banca privada, excepto el Banco Exterior de España, y las cajas de ahorro deben dedicar a la inversión en títulos de Deuda a corto o medio plazo, emitida por el Tesoro o por el Estado. Dado el carácter coyuntural de la medida, el porcentaje a fijar debe ser revisado no más tarde del 31 de marzo de 1985, o antes, si las Cortes Generales aprueban una Ley que incluya inversiones obligatorias similares.

Desarrollando este precepto, el Real Decreto 1142/1984, de 13 de junio, ha concretado el porcentaje en el 12 % de los pasivos computables en el coeficiente de caja, especificando que debe ser cubierto exclusivamente con pagarés del Tesoro. Este Real Decreto deroga las Ordenes Ministeriales de 18 de enero de 1984, que habían incrementado las inversiones obligatorias de bancos y cajas en 3,5 puntos porcentuales, a cubrir con pagarés del Tesoro.

Finalmente, el Banco de España, en uso de las facultades que le otorga el Real Decreto 1142/1984, ha concretado las normas de cómputo del nuevo coeficiente en su circular núm. 23/1984, de 22 de junio. Se consideran activos de cobertura los valores nominales de los pagarés del Tesoro que figuren en contabilidad, adquiridos en firme o con compromiso de reventa, exclusión hecha de los cedidos con compromiso de recompra. Estos activos han de significar, todos y cada uno de los días de las decenas iniciadas los días 10, 20 y último de cada mes (o el primer día hábil siguiente, si fuesen festivos nacionales), el 12 % de sus pasivos computables en el coeficiente de caja del primer día de la decena anterior (o primer día hábil siguiente, si fuese festivo nacional).

Los activos de cobertura de cada día se reflejarán en el impreso de declaración del coeficiente de caja. El coeficiente entró en vigor el pasado 10 de julio, calculando el volumen de sus activos de cobertura sobre los pasivos computables del 30 de junio.

Pagarés del Tesoro

La operatoria vigente en la emisión, negociación y amortización de los pagarés del Tesoro ha sido parcialmente modificada por la Circular del Banco de España núm. 13/1984, de 10 de abril, que desarrolla el Real Decreto 42/1984, de 4 de enero, las Ordenes Ministeriales de 10 y 18 de enero de 1984 y la Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 5 de abril de 1984.

En primer lugar, ha desaparecido la anterior prohibición de que los pagarés del Tesoro computaran en los coeficientes y reservas obligatorias de fondos públicos de la banca privada, cajas de ahorro y otras entidades de crédito y seguro. Sobre esta base, se prevé ahora la posibilidad de dos clases de subastas: las ordinarias, cada dos semanas, y las especiales, en las fechas que decida el Ministerio de Economía y Hacienda y con las características que se determinen en cada caso, incluyendo la posibilidad de limitaciones especiales al importe nominal mínimo de las peticiones o a la admisión de peticiones no competitivas.

Para los particulares, se ha levantado la anterior restricción de que sólo pudieran suscribir pagarés materializados en títulos a la orden, admitiendo ahora su materialización en anotaciones en cuentas mantenidas en las entidades delegadas. Como consecuencia de esto, las entidades delegadas del Tesoro tendrán dos grupos diferentes de cuentas de pagarés en el Banco de España: «en nombre propio» y «en nombre de terceros». En cada entidad, el saldo diario de estas últimas deberá coincidir, para cada emisión, con el saldo de las cuentas de pagarés que los particulares tengan abiertas en ella. Las cuentas «en nombre de terceros» pueden ser movilizadas por las entidades delegadas a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero en iguales condiciones que las «en nombre propio», con la única salvedad de que las operaciones de cesión temporal quedan restringidas a las compras con compromiso de reventa realizadas con la cuenta en nombre propio de la entidad delegada depositaria. A su vez, los particulares titulares de anotaciones en cuenta pueden negociar sus pagarés, así materializados, en cualquier entidad delegada, si bien, cuando no operen con la entidad depositaria, las operaciones de venta requieren un plazo de 72 horas y la confirmación de la venta por parte de la entidad depositaria.

Tanto por los pagarés de terceros materializados en asientos contables, como por los títulos a la orden no fungibles que custodien, las entidades delegadas deberán entregar a sus titulares un recibo normalizado, que facilita el Banco de España, institución a la que las entidades delegadas deberán enviar, antes del día 15 de cada mes, un estado detallando los recibos asignados por el Banco de España, los disponibles y los emitidos, cancelados o en circulación, con su importe nominal al principio y al final del mes anterior.

Un tercer grupo de novedades se refiere al mercado secundario de anotaciones en cuenta a través del Servicio Telefónico, en el que han sido reguladas las operaciones con pacto de retrocesión. Para realizar estas transacciones, deberá notificarse al Banco de España la emisión a la que corresponden los pagarés negocia-

dos, su importe nominal y el efectivo, la fecha de retrocesión y la diferencia entre el importe efectivo de la operación inicial y la de retrocesión. Conocidas estas condiciones, que no pueden modificarse posteriormente, el Banco de España comprobará la existencia de saldo suficiente en las correspondientes cuentas de pagarés y de efectivo, y realizará los asientos pertinentes, con lo que la entidad compradora adquirirá la titularidad de los pagarés. Estos pueden ser objeto de nuevas operaciones hasta la fecha del compromiso, día en el que, sin necesidad de nuevas comunicaciones, el Banco de España realizará los asientos correspondientes, previa verificación de saldos. Si éstos no fueran suficientes, la retrocesión quedará anulada, considerándose la operación inicial como definitiva hasta la amortización de los títulos, sin perjuicio de las acciones que puedan corresponder a las partes implicadas.

Otras novedades se refieren a considerar como intermediarios financieros a las sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados, a prever la emisión de pagarés a plazo superior a un año, a la centralización en Madrid de las cartas o télex de confirmación de las operaciones telefónicas, a la necesidad de que la cuenta corriente donde vaya a abonarse el importe de los títulos físicos amortizados esté en la misma plaza donde se presenten los títulos para su cancelación, y a que, cuando esta presentación se realice en Madrid, deberá hacerse tres días antes de la fecha de amortización, si se desea recibir el abono en esta última fecha.

Entidades de depósito: coeficiente de caja

La nueva regulación del coeficiente de caja de las entidades de depósito (recogida, para los bancos y cajas de ahorros, en la Circular del Banco de España núm. 1/1984, y, para las cooperativas de crédito, en la núm. 6/1984) incluía entre los pasivos computables los depósitos de ahorro del emigrante, señalando el 1 de julio de 1984 como fecha de comienzo de esta computabilidad, que debía completarse siguiendo un calendario fijado por el Banco de España.

La Circular del Banco de España núm. 14/1984, de 11 de julio, ha establecido este calendario señalando que, en julio de 1984, computarán el 10 % de los depósitos del ahorro del emigrante, porcentaje que se incrementará, bimestralmente, en cinco puntos porcentuales hasta mayo de 1986, y luego, mensualmente, en el mismo importe, hasta que, en diciembre de 1986, computen la totalidad de sus saldos.

Entidades de depósito: límite de riesgos

Todas las entidades de depósito tienen establecido el límite máximo de concentración de riesgo que pueden contraer con su clientela. Para la banca no industrial, este límite fue establecido por el Decreto 702/1969, de 26 de abril; para la banca industrial, por el Decreto-Ley 53/1962, de 29 de noviembre; para las cajas de ahorros, por la Circular del Banco de España núm. 18, de 1 de marzo de 1977, y para las cooperativas de crédito, por Orden Ministerial de 26 de febrero de 1979.

Para el cálculo del riesgo, las Ordenes Ministeriales de 28 de abril de 1969, 10 de junio de 1970 y 18 de junio de 1970 establecieron para bancos y cooperativas de crédito diversas reducciones, en función de la naturaleza de la operación, de sus garantías reales o de estar cubierta por el seguro de crédito a la exportación.

Ahora, la Orden Ministerial de 16 de abril de 1984, relativa a bancos y cooperativas de crédito, y la Circular del Banco de España núm. 19/1984, de 25 de mayo, relativa a las cajas de ahorros, han completado estas reducciones, estableciendo que sólo serán computables por el 20 % de su valor los riesgos dinerarios y de firma contraídos con organismos autónomos administrativos, entidades gestoras de la Seguridad Social, Instituto Nacional de Industria y demás organismos autónomos comerciales e industriales, y empresas, nacionales o en las que tengan mayoría de capital las entidades antes mencionadas.

Entidades delegadas: provisiones en moneda extranjera

La dotación en pesetas de las provisiones para riesgos contraídos en moneda extranjera suponía para las entidades delegadas unos riesgos de cambio, tanto mayores cuanto más largo era el plazo del riesgo cubierto. La favorable evolución de la balanza de pagos ha permitido a la Circular del Banco de España núm. 15/1984, de 4 de mayo, hacer frente a este problema, al proporcionar a las entidades delegadas, en general, la posibilidad de adquirir en el mercado español divisas por valor equivalente a las provisiones que tengan constituidas, o que constituyan en el futuro, y siempre en la misma moneda que el riesgo principal. La norma general no excluye la posibilidad de autorizar provisiones en moneda extranjera más elevadas, en algunos casos concretos.

Las provisiones en moneda extranjera solamente podrán hacerse sobre riesgos individualizados concretos

(excluidas acciones y participaciones), contraídos en moneda extranjera, financiados con divisas y que no gocen de garantía de CESCE cifrada en moneda extranjera. El Banco de España podrá, en cualquier momento, exigir que las divisas adquiridas por este motivo sean depositadas en él, a los tipos del mercado internacional y por plazos compatibles en el vencimiento o fecha probable de baja en el balance de los riesgos provisionados.

Respecto al régimen aplicable, se distingue entre dos tipos de entidades delegadas: las generales y las inscritas en la Sección de «Banca Extranjera» del Registro de Bancos y Banqueros.

Para las primeras, las provisiones en moneda extranjera se considerarán pasivos en moneda extranjera a efectos del límite establecido en la instrucción sexta de la Circular núm. 9, de 22 de enero de 1979, del Departamento Extranjero del Banco de España (1). Las divisas adquiridas para dotar estas provisiones se aplicarán, con la misma fecha-valor, a cancelar pasivos tomados a no residentes al amparo de esta última circular. Cuando por cualquier motivo, incluido el cobro posterior a su baja en balance, se deshaga, total o parcialmente, la provisión, las divisas resultantes serán cedidas de inmediato al Banco de España, al tipo de cambio que resulte menor entre el de mercado o el de adquisición.

Para la banca extranjera con facultades delegadas, las divisas adquiridas por materialización de provisiones, que deberán referirse únicamente a riesgos frente a residentes en España, habrán de mantenerse ininterrumpidamente en colocaciones con vencimiento no superior al menor de los siguientes plazos: el del riesgo provisionado o el de su fecha probable de baja en balance, hasta que: *a)* se produzca la baja en balance, total o parcial, del activo provisionado, en cuyo caso las divisas se aplicarán inmediatamente a la cancelación de fondos pasivos en moneda extranjera; *b)* se deshaga, total o parcialmente, la provisión, en cuyo caso las divisas resultantes deberán cederse al Banco de España, al tipo de cambio que resulte menor entre el de mercado o el de adquisición.

Para todas las entidades delegadas se establece que, salvo autorización expresa del Banco de España, no podrá materializarse ninguna provisión en moneda extranjera, cuando el saldo de éstas supere el 3 % de la

(1) El límite se refiere a que el total de los fondos pasivos en moneda extranjera (excluidos los captados en otras entidades delegadas) de cada entidad delegada no puede exceder, sin autorización del Banco de España, del triple de la suma de su capital desembolsado y reservas.

suma de los siguientes saldos del Balance Confidencial (columnas de moneda extranjera): *a)* banca en general: rúbrica 1.7 y epígrafes 3 y 4; *b)* banca extranjera: epígrafes 2 y 3; *c)* cajas de ahorros: rúbrica 1.8 y epígrafes 3 y 4; *d)* cooperativas: rúbrica 1.8 y epígrafe 2, excepto rúbrica 2.4.

La Circular 15/1984, que entró en vigor el pasado 16 de mayo, se complementa con las normas de contabilización de estas operaciones, que incluyen la obligación de informar trimestralmente sobre ellas al Banco de España.

Entidades delegadas: recursos y colocaciones en divisas convertibles

La captación de pasivos en divisas convertibles por parte de las entidades delegadas y su colocación en el exterior o en el interior estaban reguladas por el texto refundido de las circulares del Departamento Extranjero del Banco de España, núms. 9, de 22 de enero de 1979, y 12, de 1 de abril de 1980.

Este texto ha sido objeto de algunas modificaciones, aprobadas por el Consejo Ejecutivo del Banco de España en su sesión de 5 de junio de 1984, que han entrado en vigor el pasado 1 de julio.

Las modificaciones afectan a las normas de procedimiento, en lo relativo a exportaciones en las que no sea exigible licencia, y a los plazos de las colocaciones en otras entidades delegadas y en el exterior. Respecto a este último punto, las colocaciones en el exterior en forma de financiación en divisas de la exportación, amparadas en la Ley 11/1983, de 16 de agosto (1), no computan a efectos de que la suma de las colocaciones con vencimiento hasta una fecha cualquiera sean, como mínimo, el 75 % de los recursos con vencimiento hasta esa misma fecha, no dedicados a financiar a la clientela residente.

Banca privada: relación de accionistas

El artículo 54 de la Ley de Ordenación Bancaria, de 31 de diciembre de 1946, obligaba ya a que las acciones de las sociedades bancarias fueran nominativas. La remisión al Banco de España de los datos relativos a los accionistas bancarios estaba regulada por la Circular núm. 44, de 16 de febrero de 1970, a la banca privada,

(1) Véase «Regulación Financiera: tercer trimestre de 1983», en *Boletín Económico* del Banco de España, noviembre de 1983.

que obligaba a informar, durante el mes de enero de cada año, de todos los accionistas que, a finales del año anterior, tuvieran inscritas a su nombre acciones por un importe nominal igual o superior al 0,5 % del capital de la entidad.

todas aquellas en las que el derecho a exigir el interés, en defecto de convenio, nazca o se devengue con posterioridad al comienzo de su vigencia.

26-VII-1984.

Ahora, la Circular del Banco de España núm. 22/1984, de 22 de junio, ha venido a ampliar y agilizar esta información, al disponer que todos los bancos privados, con excepción de las sucursales de bancos extranjeros, le remitan, durante el mes siguiente a cada trimestre natural, una relación, que tendrá carácter confidencial, de todos los accionistas que tengan inscritas a su nombre acciones por un valor nominal igual o superior al 0,25 % del capital social de la entidad. Esta relación deberá contener los siguientes datos: nombre y apellidos, o denominación o razón social, nacionalidad, número de acciones inscritas, valor nominal y porcentaje que éste represente sobre el capital suscrito.

Asimismo, tan pronto como sean conocidas por la administración de cada banco, deberán comunicarse al Banco de España las transferencias de paquetes de acciones superiores al 1 % del capital de la entidad, informando sobre las personas físicas o jurídicas de un mismo grupo familiar o financiero, adquirentes del mencionado paquete. Esta información irá acompañada de una relación actualizada de accionistas, similar a las trimestrales comentadas más arriba.

Tipo de interés legal del dinero

Desde 1939, el tipo de interés legal del dinero, al que se refiere el artículo 1108 del Código Civil, estaba fijado en el 4 % anual, sin que se hubiera modificado, aunque, en lo relativo a los derechos y obligaciones de la Hacienda Pública, se aplicaba el tipo de interés básico del Banco de España, y para las resoluciones jurisdiccionales con condenas monetarias se aplicaba, desde el momento de ser dictadas, el mismo tipo de interés básico incrementado en dos puntos. Lógicamente, en un contexto de tipos de interés crecientes, un tipo de interés legal como el citado resultaba altamente discriminatorio e inducía a toda clase de incumplimientos.

Por ello, la Ley 22/1984, de 29 de junio, establece que, en lo sucesivo, el tipo de interés legal del dinero será el tipo básico del Banco de España vigente cuando comience el devengo, salvo que la Ley de Presupuestos Generales del Estado especifique uno diferente. Este tipo es el que deberá pagarse, salvo estipulación en contrario, por el deudor legítimamente constituido en mora y en los demás casos fijados por Ley. Será de aplicación a las obligaciones nacidas de hechos o relaciones posteriores a la entrada en vigor de la Ley, y a

Información del Banco de España

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

Vigentes a 30 de junio de 1984

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				
SIETE GRANDES												
BILBAO	10,75	13,00	15,00	16,00	17,50	15,50	17,50	18,00	20,00	20,00	18,00	22,00
CENTRAL	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	19,50	19,50	18,00	19,50
ESPAÑOL DE CREDITO	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	18,00	18,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
HISPANO AMERICANO	11,00	13,00	15,00	17,50	19,00	—	18,00	19,00	25,00	25,00	19,00	20,00
POPULAR ESPAÑOL	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	18,00	18,50	24,50	24,50	18,00	22,00
SANTANDER	11,00	13,00	15,00	16,50	18,50	16,00	18,00	18,50	27,00	(4,50)	18,00	21,00
VIZCAYA	11,00	13,00	15,00	15,00	17,50	16,00	17,50	18,00	18,00	18,00	18,00	20,50
<i>Media simple</i>	10,96	13,00	14,93	16,36	18,07	15,75	17,79	18,43	21,71	21,40	18,07	20,64
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
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	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	20,00	(2,50)	—	—
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	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	16,00	17,50	18,00	24,50	24,50	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	15,00	16,50	17,50	15,00	17,50	18,50	19,00	(4,00)	17,00	21,00
B. N. P. ESPAÑA	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,00	17,00	18,00	18,00	(1,00)	17,00	21,00
BARCELONA	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
BARCLAYS BANK, S. A. E.	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	18,00	18,50	22,00	22,00	18,50	19,50
CANTABRICO	11,00	13,00	14,50	16,50	19,50	15,00	16,50	19,50	20,00	(2,50)	19,00	22,00
CASTILLA	11,00	13,00	15,00	17,00	19,00	16,00	17,50	19,50	24,75	24,75	18,00	22,00
CATALANA	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
CITIBANK ESPAÑA	11,00	13,00	14,50	16,00	18,00	18,00	18,50	19,00	23,00	(4,50)	18,00	22,00
COMERCIAL 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	15,00	16,50	18,50	16,00	18,00	18,50	25,00	(4,50)	18,00	21,00
COMERCIAL TRASATLANTICO ...	11,00	13,00	14,50	16,00	—	15,50	17,00	18,50	23,00	(3,00)	16,00	18,00
COMERCIO	11,00	13,25	15,00	16,00	17,50	16,00	17,50	18,00	20,00	20,00	18,00	22,00
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 Y AHORRO	11,00	12,75	14,50	16,00	17,00	15,00	16,50	17,50	20,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO BALEAR	11,00	13,00	15,00	17,00	19,00	16,00	18,00	19,50	24,50	24,50	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	—	—	14,25	18,00	19,00	15,50	15,50	17,00	21,75	21,75	17,00	19,00
EUROPA	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	16,00	17,00	18,00	21,00	(3,00)	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	15,00	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	18,00	(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	11,00	13,00	15,00	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	24,50	24,50	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	16,00	17,00	15,50	17,00	17,50	25,00	25,00	17,00	19,50
GUIPUZCOANO	11,00	13,50	15,00	17,00	19,00	16,00	17,50	18,00	18,00	(3,00)	17,50	19,50
HERRERO	10,00	12,50	14,00	16,00	17,50	15,25	16,75	17,50	20,00	(2,00)	17,50	20,00
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	13,25	15,00	16,00	18,00	16,00	17,50	18,00	20,00	20,00	18,00	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 30 de junio de 1984

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				
INTERNAC. DE COMERCIO	11,00	13,00	15,00	17,50	17,50	16,00	17,50	18,50	22,00	22,00	17,50	19,50
ISLAS CANARIAS	—	—	13,50	17,00	19,00	16,00	17,00	18,00	26,00	(4,00)	16,00	22,00
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	15,00	16,50	18,50	16,00	18,00	18,50	25,00	(4,50)	18,00	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
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	25,00	25,00	17,00	19,50
MAS SARDA	11,00	13,00	15,00	16,00	17,50	15,50	17,50	18,00	20,00	20,00	18,00	22,00
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	—	17,00	18,00	25,00	25,00	19,00	20,00
MERIDIONAL	11,00	13,50	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,50	27,00	27,00	18,00	21,50
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	15,00	16,50	18,50	15,50	18,00	18,50	18,00	(4,00)	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	16,50	18,00	23,00	23,00	17,00	19,00
PRESTAMO Y AHORRO	11,00	13,00	15,00	15,00	17,50	16,00	17,50	18,00	27,00	27,00	18,00	20,50
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	16,00	17,50	18,00	19,00	(2,00)	17,50	20,50
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	15,00	16,50	18,00	16,00	16,50	18,00	24,00	(4,00)	16,50	20,00
SDTO. BANQUEROS BARNA.	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	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	18,50	18,50	18,00	19,50
VASCONIA	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	17,50	18,00	19,50	24,50	24,50	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>	10,93	12,76	14,71	16,20	17,41	15,50	16,72	17,51	21,79	22,83	17,54	21,07
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
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
EXPANSION INDUSTRIAL	11,00	13,50	15,00	17,00	18,00	15,50	17,00	18,50	23,00	23,00	19,00	22,00
FINANCIACION INDUSTRIAL	11,00	13,00	15,00	17,00	17,00	16,00	17,50	18,00	27,00	27,00	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	16,00	17,50	19,50	20,50	(2,50)	18,00	20,50
GRANADA	11,00	13,00	15,00	17,00	18,50	16,00	17,50	18,50	20,50	(2,50)	18,00	20,50
HISPANO INDUSTRIAL	—	—	16,50	16,75	—	16,50	18,00	—	20,00	(3,00)	18,00	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	11,00	13,25	15,00	16,00	17,50	16,00	17,75	18,25	20,00	20,00	18,25	22,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	11,00	13,00	15,00	15,50	16,00	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	21,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
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
INDUSTRIAL DEL TAJO	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	16,00	17,50	18,50	21,00	(2,00)	18,00	21,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	11,00	13,00	15,00	16,50	18,50	15,50	17,00	18,00	19,50	(3,00)	20,00	22,00

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

(continuación) 3

Vigentes a 30 de junio de 1984

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				
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	13,00	15,00	15,00	17,00	16,00	17,50	18,00	27,00	27,00	18,00	22,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	18,00	21,00	(3,00)	18,00	20,00
POPULAR INDUSTRIAL	12,50	13,50	14,50	15,50	14,50	17,00	17,00	17,50	23,00	23,00	17,00	21,00
PROGRESO	12,00	14,00	15,00	16,00	17,00	16,00	17,50	18,00	20,00	20,00	18,00	21,00
PROMOCION DE NEGOCIOS	11,00	13,25	15,25	16,50	17,50	16,50	17,75	18,25	20,00	20,00	18,00	22,00
URQUIJO UNION	11,50	13,50	15,50	16,50	17,00	16,00	18,00	19,00	23,00	23,00	18,00	21,00
Media simple	11,17	13,12	15,10	16,35	17,40	15,91	17,25	18,02	21,82	22,83	17,90	21,27
BANCOS EXTRANJEROS												
ALGEMENE BANK	-	-	-	-	-	-	-	-	23,00	23,00	18,00	22,00
AMERICA	11,00	13,00	15,00	18,00	18,00	18,00	17,50	18,50	22,00	(3,00)	17,50	20,00
ARABE ESPAÑOL	-	-	11,00	15,00	16,00	17,00	18,00	19,00	25,00	23,00	19,00	23,00
BANKERS TRUST	-	-	-	-	-	16,38	18,25	-	25,00	(4,00)	14,25	19,25
BARCLAYS BANK INTERNAC.	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	15,00	17,38	18,50	22,00	22,00	18,50	19,50
BRASIL	-	-	-	-	-	-	-	-	20,00	(3,00)	18,00	21,00
BRUXELLES LAMBERT	12,50	14,50	15,00	15,50	17,00	15,00	15,00	18,00	23,00	23,00	18,00	22,00
CITIBANK	24,50	24,00	23,75	21,25	-	23,75	21,25	-	27,00	(2,00)	-	-
COMMERZBANK	10,75	12,75	15,00	16,25	19,00	16,50	18,00	22,50	24,50	24,50	19,00	21,00
CONTINENTAL ILLINOIS	9,50	12,40	13,30	14,85	-	15,50	18,00	-	18,50	18,50	-	-
CRED. COMMERC	-	-	12,50	15,50	-	16,00	17,50	18,00	22,00	(2,00)	18,00	21,00
CREDIT LYONNAIS	-	-	12,50	14,50	15,50	17,00	19,00	20,00	22,00	(1,00)	19,00	21,00
CHASE MANHATTAN BANK	-	-	16,50	17,00	-	15,75	15,75	-	18,75	(3,00)	-	-
CHEMICAL BANK	-	-	-	-	-	17,00	21,00	-	20,00	(3,00)	17,19	17,94
DEUTSCHE BANK	-	-	11,00	16,00	18,00	14,50	17,00	18,25	25,00	(0,75)	17,00	19,00
DRESDNER BANK	15,50	-	16,10	15,60	-	16,75	18,45	-	25,00	25,00	-	-
ESTADO DE SAO PAULO	-	-	13,50	17,00	18,00	15,50	17,00	17,50	20,50	(3,00)	15,00	21,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	12,00	14,50	15,50	17,50	19,50	16,00	17,50	19,00	18,00	30,00	19,00	21,00
FIRST INTERSTAT	-	-	15,50	16,00	-	14,50	-	-	19,50	-	-	-
FIRST N. BANK OF CHICAGO	-	-	14,00	16,50	-	15,00	18,00	-	23,00	(4,00)	18,00	22,00
INDOSUEZ	11,00	13,00	14,00	15,50	17,00	15,75	16,50	18,00	20,00	20,00	15,00	20,00
LONDRES Y AMERICA DEL SUR ...	13,00	15,00	16,00	18,00	-	17,50	19,00	23,00	27,00	(5,00)	19,00	23,00
MANUF. HANNOVER TRUST	24,00	-	24,00	24,00	-	24,00	24,00	-	30,00	30,00	-	-
MIDLAND BANK	-	-	-	-	-	15,50	-	-	18,50	(3,00)	-	-
MORGAN GUARANTY	14,10	-	14,75	14,75	-	15,25	17,25	-	22,00	22,00	-	-
NACION ARGENTINA	12,00	13,50	15,00	17,00	17,50	16,50	18,50	18,50	20,00	(4,00)	16,50	21,50
NAT. WESTMINSTER BANK	-	-	16,75	17,75	-	17,50	18,50	-	23,00	(4,00)	-	-
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	11,50	14,50	16,50	18,00	-	18,00	18,50	-	24,00	24,00	19,00	21,00
PARIBAS	-	-	16,00	17,50	-	15,50	16,50	18,00	27,00	(2,00)	18,00	22,00
ROMA	12,00	-	13,00	17,00	-	15,00	17,50	-	23,00	23,00	-	-
S.G.B. BANCO BELGA	-	-	17,50	18,50	20,00	17,00	18,50	20,00	26,00	(3,00)	19,00	25,00
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
SOCIETE GENERALE	11,25	13,50	15,50	17,50	18,50	18,25	18,75	20,00	24,00	(4,00)	20,00	24,00
SUMITOMO BANK	-	-	-	-	-	20,40	18,75	-	25,00	(2,00)	-	-
TOKYO	-	-	-	-	-	15,63	18,38	-	23,00	(2,00)	-	-
Media simple	13,34	14,37	15,28	16,88	17,73	16,69	17,99	18,93	22,59	23,69	17,77	21,26
TOTAL BANCA PRIVADA												
Media simple	11,37	13,06	14,93	16,39	17,50	15,89	17,19	17,89	22,01	22,90	17,68	21,12

(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) 4

Vigentes a 30 de junio de 1984

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				
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	12,50	14,00	14,50	15,00	14,00	14,00	14,00	20,00	20,00	14,00	22,00
ALBACETE	—	—	10,00	14,00	14,00	14,00	15,00	15,00	21,00	21,00	14,50	19,00
ALICANTE PROVINCIAL	10,00	11,00	12,00	15,00	17,00	15,00	15,00	15,00	17,00	(4,00)	16,00	20,00
ALICANTE Y MURCIA	—	—	14,00	16,50	19,00	14,00	14,00	14,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
ALMERIA	—	—	12,00	16,00	—	15,00	16,50	17,50	20,50	(4,00)	16,00	21,00
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	20,00	(4,00)	14,00	20,00
AVILA MONTE	—	—	11,00	16,00	19,00	13,00	15,00	16,00	20,00	(5,00)	17,00	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	22,00	(4,00)	14,50	19,50
BARCELONA MONTE	11,00	13,00	15,00	17,00	19,00	15,50 ^b	16,00 ^b	16,25 ^b	19,50	19,50	15,50	19,50
BARCELONA PENSIONES	11,00	12,00	13,00	14,00	15,00	13,00	14,50	15,50	22,00	(2,00)	16,00	20,00
BILBAO MUNICIPAL	—	—	10,00	15,00	13,00	12,50	13,00	14,50	22,00	(3,00)	14,50	20,00
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	—	—	10,50	16,50	18,00	11,50	14,00	15,00	18,00	(3,00)	14,00	18,00
CACERES	—	—	11,00	15,00	18,00	12,00	14,50	16,00	20,00	(2,00)	15,00	20,00
CADIZ	—	—	11,50	16,00	17,00	11,50	16,00	17,00	23,00	(4,00)	17,00	19,00
CARLET	—	—	9,00	—	—	14,00	14,00	14,00	20,00	(3,00)	14,00	20,50
CASTELLON	—	—	10,00	16,50	18,00	10,00	13,50	16,00	19,00	(3,00)	14,00	20,50
CATALUÑA	—	—	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	19,50	19,50	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	—	—	10,50	16,50	18,50	12,50	14,00	16,00	19,00	22,75	14,00	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	—	—	9,00	16,50	—	12,00	17,00	18,00	20,00	20,00	19,50	19,50
CUENCA	—	—	11,00	14,00	16,00	13,00	14,00	16,00	21,00	(3,00)	16,00	20,00
GALICIA	11,00	13,00	14,00	16,00	16,00	14,00 ^b	14,75 ^b	15,75 ^b	20,00	(4,00)	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	20,00	(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	—	—	12,00	13,00	14,00	14,00	16,00	16,50	19,00	(4,00)	16,50	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	19,00
HUELVA	—	—	10,00	16,00	16,00	16,00	16,00	17,00	20,00	(2,00)	17,00	19,75
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	14,50	15,00	12,00	14,00	15,00	20,00	(2,00)	15,00	19,00
LEON	10,50	12,00	13,00	15,00	17,00	14,00	15,00	16,00	20,00	(5,00)	16,00	21,00
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	22,00	(4,00)	12,00	20,00
MANLLEU	9,00	11,00	13,00	15,00	15,00	—	12,00	14,00	22,50	22,50	15,50	19,50
MANRESA	—	—	10,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	20,00	(3,00)	16,50	20,50
MATARO LAYETANA	11,00	11,00	14,00	15,00	15,00	13,25	15,00	13,25	15,00	23,00	16,50	22,50
MURCIA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	13,00	15,00	16,00	21,00	(5,00)	16,00	19,00
ONTENIENTE	11,00	12,00	13,00	16,00	18,00	15,00	16,00	17,00	20,00	(3,00)	15,00	21,00
ORENSE	—	—	11,00	16,00	17,00	14,50	14,50	15,50	21,00	(3,00)	17,50	20,00
PALENCIA MONTE	—	—	—	—	—	16,00	17,00	17,50	19,00	—	17,50	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	14,00	14,00	16,00	22,00	(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
PAMPLONA NAVARRA	—	—	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	19,50	16,00	12,00	21,00

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

(b) Media simple de los tipos previstos para particulares y empresas.

(continuación) 5

Vigentes a 30 de junio de 1984

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				
PLASENCIA	-	-	12,00	14,00	17,00	-	16,00	17,00	22,00	22,00	17,00	23,00
POLLENSA	-	-	-	-	-	17,00	17,50	17,50	22,00	-	18,00	19,00
PONTEVEDRA	-	-	9,50	17,00	17,25	16,00	16,00	16,00	22,00	(2,00)	16,00	19,50
RIOJA	11,00	13,00	14,50	17,00	18,50	15,00	16,50	18,00	22,00	(4,00)	15,50	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	12,00	14,00	15,00	16,00	15,50	15,50	15,50	24,00	(3,00)	15,50	20,00
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	-	-	9,00	16,00	17,00	13,00	13,50	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
GENERAL AHORROS CANARIAS ..	10,50	13,50	14,50	17,00	17,50	-	16,60	16,60	16,25	(1,50)	14,50	20,00
SANTANDER	-	-	10,50	10,50	10,50	13,00	13,00	13,00	18,00	(2,00)	13,00	18,00
SEGORBE	-	-	11,00	15,00	17,00	12,00	12,00	12,00	19,00	19,00	16,00	19,00
SEGOVIA	10,50	12,50	14,50	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	20,00	20,00	16,00	19,50
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	-	-	11,00	16,00	18,00	12,50	14,50	16,50	20,00	(5,00)	14,50	19,50
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	22,00	(5,00)	16,50	20,00
TARRASA	11,50	13,50	15,00	16,50	17,50	14,50	14,50	16,50	21,00	21,00	16,50	19,50
TOLEDO	-	-	11,00	22,00	-	16,00	16,00	16,00	22,00	(3,00)	16,00	20,00
TORRENTE	-	-	10,00	14,00	16,00	14,00	14,50	15,00	19,50	(1,50)	15,00	19,50
VALENCIA	-	-	16,00	16,00	16,00	14,00	14,00	14,00	22,00	22,00	14,00	19,50
VALENCIA PROVINCIAL	10,00	12,50	14,50	16,00	17,00	14,50	14,75	15,25	19,50	(3,00)	16,00	20,00
VALLADOLID POPULAR	-	-	11,50	15,00	17,00	13,00	13,00	16,00	19,00	(3,50)	15,00	20,00
VALLADOLID PROVINCIAL	11,00	13,00	14,00	16,00	-	16,00	16,00	17,00	19,00	(5,00)	17,00	19,50
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	10,50	12,50	13,50	15,00	17,00	12,00	12,00	15,00	21,00	(3,00)	15,00	20,75
VITORIA CIUDAD	-	-	9,50	14,50	-	15,00	15,00	15,00	23,00	(2,00)	15,00	20,00
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	22,00	(4,00)	15,50	19,00
ZARAGOZA INMACULADA	-	-	11,00	15,00	17,00	12,00	14,50	15,00	20,00	(6,00)	15,50	19,50
CAJA POSTAL	-	-	-	-	-	-	16,00	16,00	20,00	(2,00)	16,00	19,00
<i>Media simple</i>	10,60	12,43	12,03	15,36	16,59	13,52	14,57	15,51	19,60	20,48	15,27	19,73

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

CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
20/84 de 15 de junio	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de Deuda Desgravable del Estado al 13,50 %.	18 junio 1984
21/84 de 15 de junio	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de Deuda del Estado interior y amortizable formalizada en obligaciones del estado.	18 junio 1984
22/84 de 22 de junio	Banca privada. Relación de accionistas.	26 junio 1984
23/84 de 22 de junio	Banca privada y cajas de ahorro. Coeficiente de inversión en deuda a corto o medio plazo.	26 junio 1984
24/84 de 11 de julio	Entidades de depósito. Cómputo de los depósitos de ahorro del emigrante en el coeficiente de caja.	21 julio 1984
25/84 de 13 de julio	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Canje de la deuda amortizable 16 % emisión 9.10.82 por obligaciones del estado, bonos del Estado y desgravable 13,5 %.	31 julio 1984
26/84 de 20 de julio	Cooperativas de crédito. Modificación de la Circular 3/81.	27 julio 1984
27/84 de 26 de julio	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros sujetos a coeficiente de caja, Tipo de remuneración del tramo remunerado del coeficiente de caja.	27 julio 1984
Corrección de junio 84 a la Circular 32/81 de 20 de octubre	Anula y sustituye la página 18.	—
Corrección de erratas en el texto refundido de la Circular 3/81 de 23 de enero	Anula y sustituye al Anexo VII.	—

MODIFICACIONES A LAS CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
9 DE de 22 de enero de 1979	Entidades delegadas. Recursos y colocaciones en divisas convertibles. (Texto modificado por acuerdo del Consejo Ejecutivo de 5 de junio de 1984).	—

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.

IGNACIO MAULEON

CONSIDERACIONES SOBRE LA DETERMINACION SIMULTANEA DE PRECIOS Y SALARIOS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8413

En equilibrio estático precios y salarios se determinan simultáneamente. Pero la realidad es dinámica y se plantea el problema de si la determinación de precios y salarios es contemporánea o no. Este hecho tiene una importancia fundamental para determinar qué tipo de tratamiento estadístico se debe dar a un modelo que trate de explicar la evolución de precios y salarios.

Una causa suficiente para la aparición de simultaneidad en modelos recursivos es que los errores de diferentes ecuaciones estén correlacionados. En econometría clásica suele justificarse esta conclusión por la omisión de factores comunes de difícil medición. Esta explicación es, en ocasiones, algo artificial y el trabajo muestra como la agregación temporal con expectativas adaptativas, o la presencia de expectativas racionales son causa suficiente para la aparición de la simultaneidad estadística. La simultaneidad es un problema importante que afecta a los métodos correctos de estimación. Es importante, por tanto, estudiar contrastes que permitan detectar su presencia y el trabajo discute la aplicación correcta de varios de estos métodos.

El problema de la simultaneidad suele a veces minimizarse, después de estimaciones de variables instrumentales. El trabajo muestra lo artificioso de esta solución y la importancia de los sesgos en la estimación del modelo estructural ya que se amplifican en la forma reducida que es la que en definitiva se utiliza para hacer análisis de política económica.

El trabajo concluye reconsiderando la importancia y utilidad de la simultaneidad y la estimación de modelos estructurales de pequeño tamaño. Se concluye que un tratamiento adecuado de este problema puede ser enormemente fructífero.