

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

octubre 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.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- 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 $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio_t).
- 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 $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. 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

- 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.
- Los datos de los cuadros y gráficos donde no aparece ninguna fuente han sido elaborados en el Banco de España.

Indice

Página

- 4 Intervención del Gobernador D. Mariano Rubio ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso el 30 de octubre de 1984
- 12 La economía española en los nueve primeros meses de 1984
- 47 Regulación financiera: tercer trimestre de 1984
- 51 Información del Banco de España
- 52 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro.
- 57 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 58 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 61 Indicadores económicos

Intervención del Gobernador D. Mariano Rubio ante la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda del Congreso el 30 de octubre de 1984

Sr. Presidente, Sras. y Sres. Diputados:

Comparezco por primera vez ante esta Comisión de Economía, Comercio y Hacienda, en mi nueva condición de Gobernador del Banco de España; y lo hago cumpliendo un deber de información, pero también con el convencimiento de que estas comparecencias periódicas tienen una gran utilidad. La tiene —espero— para S.S., porque les permite seguir con detenimiento la evolución del complejo mundo del dinero y el crédito, donde la información estadística, por rica y puntual que sea, no siempre permite apreciar adecuadamente los problemas planteados; y tiene mucha más para el Banco de España, porque le permite exponer los puntos de vista de la institución y, sobre todo, recoger las observaciones e inquietudes de S.S.

Los cambios registrados recientemente en la dirección del Banco de España han estado presididos por el signo de la continuidad: continuidad, porque yo ostentaba anteriormente la condición de Subgobernador; y continuidad, sobre todo, porque las ideas básicas de política monetaria y, en general, de política económica sustentadas por el Banco y su forma de interpretar las directrices recibidas del Gobierno no han variado con la sustitución del Sr. Alvarez Rendueles —a quien me permito recordar aquí por la forma, en mi opinión, merecedora de reconocimiento público, de dirigir la institución durante muchos años—. Esta continuidad facilita hoy mi tarea ante S.S., porque va a resultarme sencillo enlazar mi exposición con la desarrollada por el Sr. Alvarez Rendueles ante esta Comisión, el 2 de mayo pasado.

Tal vez convenga iniciar mi exposición sobre la evolución reciente de la política monetaria, remontándome a los cambios introducidos al comenzar el año en los métodos de financiación del déficit público y en los instrumentos de regulación monetaria, ya que tales cambios han tenido efectos considerables sobre la evolución monetaria en los meses transcurridos del año 1984.

Como ya conocen S.S., en el transcurso del año 1983 el Banco de España tuvo que hacer frente a un desgaste muy apreciable de sus instrumentos de control y, en consecuencia, vio seriamente dificultado el logro de sus objetivos monetarios. Las perturbaciones derivadas de las crisis bancarias, la aceleración de los procesos de innovación financiera y, sobre todo, los problemas originados por la financiación del déficit acumulado por el sector público suscitaron una serie de fricciones que hubo que encarar de una manera conjunta, transformando los mecanismos legales y dotando a la autoridad monetaria de nuevos instrumentos de control. Estas transformaciones se abordaron al tiempo

que se procuraba mantener unas condiciones adecuadas de funcionamiento de los mercados financieros y se cumplieran los objetivos de la política monetaria del Gobierno.

Al cierre del año 1983, las Cortes Generales aprobaron un nuevo esquema de coeficientes de caja, que entró en vigor en enero de 1984. La norma elevó el límite máximo del coeficiente hasta el 20 %, y extendió la obligación de cobertura a toda clase de entidades y a todo tipo de contratos que impliquen la absorción de recursos para destinarlos a su colocación en activos financieros. De ese 20 %, se han utilizado, hasta el momento, 18 puntos porcentuales. Para completar la esterilización de liquidez generada por el déficit público, se estableció el coeficiente del 12 % de deuda a corto, en la primavera del año actual, que se ha cubierto con pagarés del Tesoro.

La deficiente estructura, el coste creciente y las tensiones que el endeudamiento de las administraciones públicas provocaba en los mercados financieros era un elemento de constante interferencia en la programación de la política monetaria y, por ello, las autoridades se propusieron abordarlo. Era evidente que, mientras no se doblegasen las tasas de inflación, los mercados de valores no estaban en condiciones de encajar suavemente una operación de consolidación de la deuda, lo que obligaba a las autoridades a su constante renovación en los mercados monetarios a plazos cada vez más cortos y a tipos más elevados, con consecuencias indeseables para el déficit público, que inducían expectativas perversas en los mercados financieros.

Por otro lado, una vez que la mejora de nuestras cuentas exteriores cegó la vía que permitía compensar los gastos financieros del déficit público con las plusvalías generadas por la venta de divisas en las cuentas de resultados del Banco de España, era inevitable tomar una decisión que determinase el montante de dichos costes financieros, los agentes públicos que debían soportarlos y las modalidades que iba a adoptar la financiación de las administraciones públicas en el futuro.

Una alternativa abierta era la elevación de los coeficientes legales. Otro camino posible consistía en perpetuar el papel dominante del Banco de España como agente financiero del Tesoro, rentabilizando sus activos o arbitrando subvenciones de explotación capaces de cubrir las pérdidas en que iba a incurrir inevitablemente. Por último, el Tesoro podía obtener los recursos necesarios mediante colocaciones de pagarés en competencia con las líneas de captación de fondos de los intermediarios financieros.

La primera vía ocultaba el coste de los recursos obtenidos y alteraba la formación de precios en los mercados. El segundo camino era el más caro, ya que el Banco de España debía competir en la rentabilidad de sus colocaciones con el rendimiento de los activos bancarios. La última vía implicaba un proceso violento de desintermediación.

La opción adoptada e instrumentada a lo largo de la primera parte de este año ha combinado estas alternativas. En el transcurso del primer trimestre de 1984, se ha consolidado la masa de certificados de regulación y los depósitos remunerados por el Banco de España mediante la elevación del coeficiente de caja y la implantación del coeficiente del 12 % de pagarés del Tesoro. Se ha procurado dotar a los activos de cobertura de una rentabilidad de mercado, de manera que no gravasen excesivamente el coste de los depósitos de los intermediarios financieros y no se incentivasen, en consecuencia, nuevos procesos de marginación de la normativa legal. Y, por último, el Tesoro ha remunerado una parte de su apelación al Banco emisor, mediante la cesión de pagarés, de modo que el Banco de España fuera capaz de afrontar los gastos financieros del tramo no monetario retribuido del coeficiente de caja sin incurrir en pérdidas.

Antes de seguir comentando la evolución monetaria, desearía, con el permiso de S.S., hacer un inciso para resaltar, aunque sea muy brevemente, dos puntos que son importantes, a mi juicio.

El primero se refiere al aumento de la carga financiera del Tesoro que ha supuesto la desaparición de los certificados de regulación monetaria y la sustitución de una parte del recurso del Tesoro al Banco de España por la compra por éste de pagarés del Tesoro. Ambos hechos han dado lugar a comentarios que conviene precisar, para evitar interpretaciones que no se corresponden con la realidad de los hechos. Este cambio no afecta al déficit del Estado, puesto que la reducción de los gastos financieros del Banco de España supone un aumento igual de sus beneficios, y, por tanto, de los ingresos del Tesoro. En realidad, la decisión del Ministerio de Economía y Hacienda supone, fundamentalmente, una clarificación de las cuentas financieras del Tesoro, puesto que lo que había venido ocurriendo desde 1981 era que no estábamos explicitando una parte de la carga financiera de la deuda pública, en su sentido más amplio, haciendo que el dinero prestado a cero de interés por el Banco al Tesoro tuviera que ser retirado por aquél a través de la emisión de certificados de regulación monetaria. De hecho, el cambio introducido ha supuesto un ahorro importante para el Tesoro, puesto que, por las razones ya comentadas en esta comisión, el coste de la absorción de liquidez a través

de los certificados emitidos por el Banco de España era superior al de los pagarés del Tesoro, como se ha podido comprobar de forma contundente durante estos últimos meses.

Mi segundo comentario se refiere a los coeficientes bancarios. Desde hace muchos años, el Banco de España viene sosteniendo que el sistema de canalizar recursos de las entidades de depósito hacia determinados usos tiene graves inconvenientes y genera ineficacias de todo tipo. Pero, desgraciadamente, hubiera sido absolutamente utópico pensar que era posible financiar el aumento del déficit público que ha tenido lugar en los últimos años, sin recurrir a los coeficientes de caja y al coeficiente de deuda a corto. La alternativa, tomado como dato el déficit público, era, pues, entre utilizar los coeficientes o renunciar al saneamiento financiero dejando crecer la masa monetaria mucho más allá de cualquier límite razonable.

Una transformación de esta magnitud en los canales de intermediación de fondos de la economía inevitablemente tenía que incidir en los hábitos de las instituciones financieras, provocando dificultades de ajuste e incertidumbres sobre el ritmo de su desarrollo. Y, en efecto, durante los cuatro primeros meses de este año 1984, pudo percibirse una situación atípica en los mercados monetarios y crediticios. En el transcurso de este período, las entidades de crédito gozaron de amplios excedentes de liquidez, los tipos de interés a corto plazo discurrieron por una senda descendente, y, sin embargo, los intermediarios financieros no se decidieron a abordar un proceso de expansión de sus inversiones frente a familias y empresas, manteniendo estables los tipos de interés de sus operaciones de crédito. En consecuencia, se generó un vacío en la expansión de su negocio, que llevó a que los ritmos de crecimiento de las magnitudes monetarias y de liquidez alcanzasen niveles por debajo del 10 % en los meses centrales de la primavera.

Era evidente que esta situación no se podía mantener por un período de tiempo dilatado; y, efectivamente, a finales del mes de mayo, empezó a incubarse un proceso de expansión monetaria acelerada que se hizo patente en el mes de junio y en la primera mitad del mes de julio. La culminación del proceso de transformaciones en los mecanismos de control y el establecimiento del nivel definitivo de los coeficientes, la acumulación de activos frente al exterior como consecuencia del notable incremento de las exportaciones y de la más intensa apelación de las empresas a los mercados internacionales, los mayores niveles de actividad económica y la cobertura de las necesidades de recursos de las administraciones públicas, impulsaron un crecimiento muy notable de las magnitudes monetarias y crediticias.

Las disponibilidades líquidas, que en los meses de abril y mayo habían discurrido por pautas de crecimiento del 6 % y del 9 %, alcanzaron tasas de expansión del 19 % y del 22 % en los meses de junio y julio. El agregado de liquidez total en manos del público avanzó a tasas intermensuales del 24 % y del 21 %, y la financiación al sector privado, que durante el primer trimestre se había mantenido paralizada, en el mes de junio creció a un ritmo del 15 % anual, medido por la tasa intermensual correspondiente de la serie corregida de efectos estacionales.

Se planteó así, a principios del verano, la duda sobre si, a la vista de la aceleración monetaria descrita, había que adoptar una política más restrictiva. Cabía, en efecto, interpretar que la explosión observada en los agregados de liquidez daba al traste con los postulados de la política monetaria del Gobierno. De hecho, en aquellos momentos, la cantidad de dinero rebasaba el límite superior de la banda de objetivos trazada al comienzo del año, y la magnitud que mide la liquidez total del público rozaba el margen superior del entorno de objetivos correspondiente a los ALP. Desde esa interpretación, cabía postular, por tanto, que era necesario un golpe de timón que permitiese alcanzar los límites propuestos, si no se deseaba alterar el marco de la programación financiera del ejercicio. Pero también cabía restar importancia al fenómeno, alegando que era una respuesta inevitable de los mercados financieros a la situación atípica experimentada en los cuatro primeros meses del año; y, desde esta posición, cabía pensar que la autoridad monetaria debería centrarse en objetivos menos inmediatos, evitando brusquedades en la conducción de la política de control.

Ante esta disyuntiva, el Banco de España optó por la segunda interpretación, juzgando que el proceso de aceleración era transitorio y que era fundamental, por tanto, mantener unas condiciones que interfirieran lo menos posible en el retorno de los mercados a una nueva etapa de normalidad. Cuatro razones sustentaban esta opción y las decisiones que la acompañaban.

En primer lugar, la situación de las reservas exteriores y la evolución de los mercados cambiarios de la peseta. Como recordarán S.S., en la última intervención de mi predecesor ante esta Comisión quedó claro que las autoridades optarían por una mayor holgura monetaria, en el supuesto de que la evolución de la balanza de pagos registrase una mejoría y se avanzase en la tarea de reducir los componentes regulares de la inflación interna. Y en esa vía estábamos situados. Por tanto, era razonable colocarse en el tramo más permisivo de la banda de crecimiento monetario prevista al comienzo del año, al ser ello compatible, en un futuro inmediato, con la continuidad del enderezamiento del

desequilibrio de la balanza de pagos. En este sentido, la evolución del mercado a plazo de la peseta era un factor de seguridad.

Conviene destacar, en segundo lugar, la evolución de las necesidades de financiación del sector público. Este había volcado sobre los mercados de fondos prestables una demanda muy fuerte en la primera mitad del año, y era juicioso esperar que, en la segunda parte del ejercicio, mitigara su apelación. Esta es una pauta tradicional de las administraciones públicas en España, que se ha acentuado en el transcurso de este ejercicio, debido a la liquidación de los residuos de pagos pendientes de la Ley 3/1983. Por ello, se estimaba que, a lo largo de los restantes meses del año 1984, se moderaría el recurso a los mercados financieros, generando, en consecuencia, unos ritmos más pausados de avance de las magnitudes monetarias y crediticias.

La tercera razón que sustentaba la opción del Banco de España era la experiencia histórica acumulada sobre la evolución de las carteras de activos financieros del público y, especialmente, de su tramo más líquido. Toda la evidencia disponible apunta a que las preferencias de las familias y empresas se alteran con parsimonia respondiendo a movimientos en el ritmo de gasto y a la evolución de los precios. Por lo tanto, el episodio vivido por la economía española en los cuatro primeros meses del año se interpretaba como un vacío irregular de crecimiento que los mercados tenderían a colmar, buscando ritmos de avance acordes con los niveles de actividad. Una vez colmado este vacío en los meses de junio y julio, no había razones para esperar que el proceso se alimentara de forma continuada.

La última razón versaba sobre las perspectivas de crecimiento de la financiación otorgada al sector privado. Esta, como ya he apuntado, se había mantenido estancada durante los cuatro primeros meses del año, y nada permitía pensar que se iba a producir una reanimación considerable de la demanda de crédito, que en cambio sí podía derrumbarse si se producía un endurecimiento monetario.

Este conjunto de razones avalaba, como digo, la opción del Banco de España, el cual decidió mantener los niveles de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios, suministrar la liquidez que se le demandara a esos precios y apoyar un descenso de los tipos de interés activos del sistema bancario, ya que éstos no se habían ajustado aún al descenso de la tasa esperada de inflación y a la caída de los tipos a más corto plazo.

El Banco de España ha mantenido esta actitud, y los hechos parecen respaldar su decisión, ya que el ritmo

de crecimiento, incluyendo las estimaciones de octubre, de los activos líquidos del público y de las disponibilidades líquidas, se han situado en el 13,7 % y el 12,8 %, respectivamente, la financiación otorgada al sector público por el sistema crediticio y los mercados monetarios no ha superado las predicciones, y la financiación puesta a disposición del sector privado se ha estancado de nuevo.

Para el conjunto de los nueve primeros meses del año, con los últimos datos y estimaciones disponibles, la tasa anual de crecimiento de la magnitud de liquidez total en manos del público se halla situada en valores próximos al 14 %, en el centro de la mitad superior del entorno diseñado a comienzos del año. Para el mismo período, el avance de las disponibilidades líquidas, estimado en el 13 %, ha superado ligeramente el margen superior de la banda de objetivos. Este ligero desbordamiento no es preocupante, ya que es consecuencia de la vuelta de las instituciones financieras hacia formas de negocio más tradicionales, como resultado de la ampliación de la cobertura de los coeficientes.

Durante los ocho primeros meses del año, la financiación proporcionada por el sistema crediticio y los mercados monetarios (*) al sector público y al sector privado ha registrado un crecimiento del 11,8 % elevado a tasa anual. Este crecimiento resulta inferior al 13 % inicialmente previsto, como consecuencia, en buena medida, de un importante desplazamiento de los demandantes de fondos hacia los mercados internacionales, que se ha hecho sentir tanto en el caso de las empresas no financieras, como en el del Estado. No obstante, la importante caída en el diferencial de tipos de interés entre los mercados interiores y exteriores, a que haré referencia posteriormente, contribuirá probablemente a reducir dicha desviación en los próximos meses, y de hecho ya en estos momentos se están preparando operaciones de crédito importantes en el mercado interior en sustitución de recursos al exterior.

Las necesidades de financiación de las administraciones públicas, más intensas de lo previsto durante el período transcurrido de 1984, se han manifestado en un avance del 40 % del crédito interno recibido desde el sistema crediticio y los mercados de pagarés del Tesoro. Por su parte, la financiación recibida por las empresas y familias desde el sistema crediticio y los mercados de letras y pagarés de empresa ha experimentado tan sólo un aumento del 4,3 % —que queda reducido a un 2,9 % si se excluyen los pagarés de empresa—, poniendo de manifiesto una caída de la demanda de fondos ajenos y el desplazamiento hacia los

(*) Incluyendo los pagarés de empresa. Si no se añade esta rúbrica, la tasa de crecimiento sería 10,8 %.

mercados internacionales. Con los datos disponibles en estos momentos, se estima que, a lo largo de los ocho primeros meses del año, la expansión del conjunto de la financiación externa (incluidas obligaciones y acciones) del sector privado ha debido de alcanzar una tasa situada en la proximidad del 6 %.

Paso ahora a examinar otro aspecto fundamental en la evolución monetaria del año: el comportamiento de los tipos de interés.

La contención de la demanda de crédito por parte de las familias y empresas, en unas condiciones de evolución favorable de nuestras cuentas exteriores, de mejora de las expectativas de inflación y de reducción de incertidumbres en los mercados financieros, ha contribuido de forma notable a quebrar, primero, la tendencia al alza de los tipos de interés, y a alentar, después, un descenso continuado de los mismos, que se ha consolidado en las últimas semanas en unas perspectivas bajistas sin precedentes en la última década. Y todo ello, como ya he señalado a S.S., sin olvido de los objetivos de control monetario definidos por el Gobierno. Es más, yo diría que la definición de los mismos de modo coherente con la reducción de los desequilibrios monetarios internos y externos y la perseverancia en su instrumentación están siendo el factor decisivo en la mejora actual de las condiciones financieras, hasta el punto de que no me cabe la menor duda de que cualquier movimiento de la política monetaria que fuera interpretado como un abandono de la política antiinflacionista supondría inmediatamente un rebrote alcista de los tipos de interés.

La adaptación a la baja de las expectativas es, sin embargo, lenta, especialmente en aquellos casos, como el español, caracterizados por una experiencia inflacionista intensa y duradera. Y, además, era preciso introducir modificaciones en los métodos de financiación de los déficit públicos, de modo que resultasen compatibles con una política monetaria estable y redujeran al mínimo las perturbaciones de los mercados. A ello se dirigió, como ya he expuesto a S.S., el nuevo sistema de coeficientes de liquidez, completado, más tarde, con el coeficiente complementario de pagarés del Tesoro.

La introducción de estos nuevos mecanismos de financiación y regulación creó un período inevitable de incertidumbre y adaptación por parte de las instituciones crediticias, que se extendió a la primera mitad de 1984 y que tendía a frenar el proceso de descenso de los tipos de interés. A pesar de ello, el tipo de interés a tres meses del mercado monetario descendió desde el 18,4 % en enero hasta el 13,6 % en julio, de manera continuada. Y con él tendieron a bajar, a pesar de las

resistencias, los demás tipos de interés. Lo que sucedía era que los elementos de incertidumbre estaban frenando el mayor descenso de esos otros tipos. En la medida en que esa incertidumbre fue disipándose con la consolidación del nuevo sistema, era claro que existían márgenes para reducciones adicionales considerables en toda la gama de tipos de interés.

Los tipos de interés interbancarios prosiguieron así su descenso hasta quedar situados, a partir de la primavera, por debajo de los niveles medios alcanzados en los últimos siete años para las operaciones a plazo de un mes y tres meses; y en los dos últimos meses, éstos se han mantenido en torno, e incluso en ocasiones por debajo del 13,0 %, frente a unos valores medios anuales que habían oscilado entre el 15,5 % y el 23 % desde 1977.

Por lo que se refiere a los restantes mercados, la distensión de los mercados interbancarios tuvo su reflejo más inmediato en los tipos de interés de los pagarés del Tesoro —que, para el plazo de un año, han caído en el mercado bursátil desde un 16,1 % en diciembre a un 13,4 % en la primera decena de octubre— y en los tipos de los créditos en pesetas con tipos de interés variable —cuyo tipo de referencia ha descendido desde el 21 % en diciembre al 15 % en agosto—. El descenso de los tipos de interés se transmitió, asimismo, a los mercados de títulos a más largo plazo, adquiriendo una intensidad notable, desde finales del primer semestre, en el mercado secundario de deuda pública y en los mercados de renta variable más ligados a la evolución de los tipos de interés, como es el caso de las acciones de empresas eléctricas.

Este proceso ha alcanzado finalmente, con el retraso habitual, acrecentado por las razones que antes he expuesto a S.S., a las operaciones crediticias con tipos de interés fijo. Y ello, debido, por un lado, a la mejora sostenida de las variables básicas a que antes he hecho referencia, y, por otro, a la mayor competencia que existe en los mercados crediticios y financieros.

En este sentido, el desarrollo reciente del mercado de pagarés de empresa y el uso más intensivo de fórmulas con tipos de interés variable no sólo ha permitido que el descenso de los tipos interbancarios alcanzase rápidamente a un segmento muy importante y creciente del mercado, sino que, además, ha estimulado finalmente la caída de los tipos de interés para operaciones con tipos fijos registrada en los últimos meses. Con ello, aparecen claros algunos de los frutos del mayor desarrollo y libertad alcanzados por estos mercados en los últimos años.

Por su parte, el Banco de España ha tratado de facilitar el ajuste de los tipos de interés de las operaciones crediticias a la evolución reciente de los precios y ha cursado las instrucciones oportunas para lograr una mayor transparencia del mercado. Ello ha sido necesario porque, en el período previo al mes de julio, los bancos fueron aumentando el volumen de operaciones realizadas con tipos de interés inferiores a los preferenciales anunciados. Con el fin de evitar esta clase de prácticas, se ha reclamado de los bancos y cajas de ahorro un mayor ajuste entre los tipos de interés publicados y los efectivamente practicados.

Así, se ha logrado una reducción importante de los tipos de interés, que resulta coherente con la evolución de las variables básicas de la economía. La última expresión de esta tendencia es el acuerdo de reducción de los tipos de interés preferenciales anunciado por las entidades crediticias hace unas semanas, que, a la vista de la evolución más reciente, debería ser seguido de descensos posteriores.

El éxito de la política antiinflacionista se está reflejando, por tanto, en una caída generalizada de los tipos de interés nominales y en una mejora de las condiciones crediticias. Y superados los momentos de mayor tensión e incertidumbre en los mercados, los tipos de interés reales están alcanzando niveles que se hallan entre los más bajos de nuestro entorno internacional.

Paralelamente ha venido observándose, asimismo, un aumento de la demanda de fondos a largo, inducido por unas expectativas bajistas de los tipos de interés y por la mayor disposición que está mostrando el público para aportar fondos. Las mayores expectativas de beneficios y la caída de los tipos de interés se han reflejado, en definitiva, en una amplia mejora de las cotizaciones en bolsa, que está acabando por estimular un mayor deseo de asumir riesgos de capital, y ello en medida desconocida en los últimos años.

La firmeza mostrada por el mercado bursátil aparece así como uno de los signos más llamativos de los logros alcanzados en la reducción de los desequilibrios monetarios básicos y de las perspectivas más optimistas de recuperación de la economía.

Desearía exponer, ahora, algunas consideraciones sobre las posibilidades y alternativas de la política monetaria para los próximos meses. Pero no puedo hacerlo sin ofrecer un esbozo de la situación actual de la economía española, tal y como la vemos desde el Banco de España; porque sólo en ese contexto cobran sentido la política monetaria y sus alternativas. Así que permítanme S.S. hacer un breve paréntesis y salir del ámbito monetario estricto, para adentrarme en un

campo más amplio, aunque mi visión e interpretación del panorama sean someras y vayan ilustradas con muy pocas cifras.

Aparentemente, la más importante de esas cifras es la que sitúa la previsión del Banco de España sobre la tasa de crecimiento real del PIB en un 2,5 % para 1984. Digo que la importancia de la cifra es sólo aparente, porque toda persona conocedora de la pobreza de nuestra base estadística sabe que esas previsiones de apariencia rigurosa deben tomarse como el punto central de un entorno relativamente amplio, cuya definición más precisa no estará resuelta al concluir el año ni, tal vez, nunca. Así que me parece mucho más interesante que discutir esa cifra el tratar de precisar qué tiene tras de sí ese incremento apreciado en el volumen del producto y qué tendencias parecen alentar en su perfil temporal.

Respecto de lo primero, está claro que el incremento real del PIB, en 1984, será el resultado, exclusivamente, del efecto expansivo del sector exterior, en tanto que la contribución de la demanda interna al crecimiento será ligeramente negativa. Un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios estimado en un 16 % en términos reales para el conjunto del año y un aumento de las importaciones a la modesta tasa real del 2,5 % han hecho, en efecto, del sector exterior el gran motor estimulante de la economía en el año actual. La demanda interna ha mostrado, por el contrario, una notable atonía: el consumo privado, a nuestro juicio, retrocederá ligeramente en el conjunto del año, en términos reales, porque también lo hará la renta real disponible de las familias; y la formación bruta de capital repetirá una tasa negativa, dominada por la debilidad persistente del sector de la construcción y apenas ayudada por un mejor comportamiento de la inversión en capital productivo.

En cuanto al perfil temporal, tras un primer trimestre relativamente favorable para la actividad, nuestra economía participó, en el segundo semestre, de la tónica de debilidad que parece haber registrado la mayoría de las economías europeas. A partir de los meses de verano, parece advertirse, con las reservas impuestas por la debilidad y el retraso característicos de nuestra información estadística, una mejora de la actividad reflejada en una mejoría en las expectativas y opiniones empresariales y en un considerable avance del consumo de energía eléctrica.

Es difícil conjeturar en qué medida esa recuperación, en su caso, va a encontrar factores de consolidación por el lado de la demanda en la segunda parte del año. Parece que la demanda real de consumo privado puede fortalecerse con el avance de las rentas agrícolas y

como consecuencia del paulatino descenso de la tasa de inflación. Se espera una ligera mejora —débil, desde luego— en el sector de la construcción. Y, a partir de los últimos meses de la primavera, viene observándose una intensificación de las importaciones de maquinaria y bienes de equipo, que tal vez esté indicando el comienzo de la tan esperada recuperación de la inversión productiva.

En resumen, nos encontramos, para los próximos meses, ante un previsible debilitamiento del impulso otorgado a la economía por el sector exterior —pues el ritmo de expansión del comercio mundial tenderá a ceder, con la moderación de la recuperación americana—; ante la consiguiente conveniencia de que la demanda interna sustituya parcialmente al sector exterior como motor de impulsión de la economía; y ante un panorama incierto respecto del ritmo y la intensidad de tal sustitución, que ha de tener su centro en una reactivación de la inversión.

Paralelamente, existen tres elementos positivos en el panorama. Por una parte, la tasa de inflación mantiene su tónica básica de descenso —a pesar de las perturbaciones registradas en los precios de los productos alimenticios en julio y agosto, el índice de precios al consumo cerrará el año actual con un aumento en torno al 9 %— y todo hace prever el sostenimiento de la desaceleración de los precios a lo largo del próximo año. En segundo lugar, la balanza de cuenta corriente registrará, en 1984, un excedente del orden de 1.500 millones de dólares; además, cerraremos el año actual con un aumento de las reservas exteriores de unos 4.000 millones de dólares y con unos mercados de cambios sin tensiones —aparte de los vaivenes que el dólar está imponiendo a todas las monedas—. Incluso en 1985, lo probable es un excedente notable de la balanza corriente.

En tercer lugar, a lo largo de estos dos últimos años, se ha registrado una mejora apreciable en los excedentes y beneficios empresariales. En cifras elaboradas por la nueva Central de Balances del Banco de España —cuyos resultados provisionales, relativos al año 1983, se han hecho públicos la semana pasada—, se observa claramente esa mejora, aunque aparece desigualmente distribuida por sectores y empresas en relación con sus esfuerzos de saneamiento y también con su participación en el auge del sector exportador. Y también se observa cómo las empresas, tras largos años de dificultades, tienden a dedicar ese aumento de los beneficios a sanear sus maltrechas estructuras financieras, elevando paulatinamente sus porcentajes de autofinanciación y reduciendo la proporción entre recursos ajenos y recursos propios. También se observa en esas cifras que aquellas empresas que han registrado bene-

ficios tanto en 1982 como en 1983, son también el único grupo de empresas que ha aumentado sus plantillas —y lo ha hecho a ritmos apreciables—. Esto se limita a confirmar algo bien sabido: que la reanimación de la inversión y la generación de puestos de trabajo dependen de la recuperación sostenida del excedente empresarial. Sin embargo, y frente a impacencias lógicas, el ritmo al que esa mejora del excedente conduce a una mayor inversión y a un mayor empleo es incierto y difícilmente influenciable.

Este es el contexto, abundante en incertidumbres, en el que ha de programarse e instrumentarse la política monetaria en los próximos meses. La política monetaria no se ha mantenido neutral e insensible a la evolución de la economía en los meses pasados. Hemos conservado el control monetario, pero hemos permitido que las tasas de crecimiento de los agregados básicos se desplazasen hacia el tipo superior de las bandas programadas de objetivos, en vista de la marcha de la economía y del excedente de la balanza de pagos. Y, a pesar de las tensiones resultantes de la financiación del déficit público y de la fortaleza de los tipos de interés en los mercados internacionales, hemos conseguido reducciones apreciables en una gama muy amplia de tipos de interés. Estos rasgos estimulantes de la evolución monetaria aún no han dejado sentir, probablemente, todos sus efectos sobre la evolución de la economía y aún no están agotados en sí mismos.

Habrà quien sienta, sin duda, la impaciencia inductora de políticas más expansivas. Sin embargo, lo ya conseguido es importante y aconseja prudencia. Es dudoso, por una parte, que las aceleraciones monetarias pudieran conducir a mejoras anticipadas y persistentes de la actividad y el empleo. Y es seguro, por otra parte, que tal aceleración no dejaría de perturbar las expectativas de los agentes y de afectar a sus decisiones en los mercados tanto internos como exteriores, si fueran algo más que simples desviaciones temporales debidas a factores pasajeros.

Hemos impartido impulsos monetarios apreciables durante los últimos meses. Como ya he indicado, seguramente no están agotados, y sus efectos no han alcanzado aún, plenamente, a la economía. En estas condiciones, el Banco de España considera que lo más razonable y prudente es mantener la velocidad de crecimiento actual de las magnitudes monetarias —en la parte superior de las bandas de objetivos— durante los próximos meses, y continuar observando los márgenes existentes de ulteriores reducciones de los tipos de interés.

Estas son las consideraciones que deseaba exponer ante S.S. en el amplio campo de la política monetaria, y espero que, en respuesta a sus preguntas, podamos comentar algunos de los temas que no he tocado para no alargar demasiado mi intervención preliminar.

La economía española en los nueve primeros meses de 1984

1. Introducción

La economía mundial está consolidando durante 1984 la recuperación iniciada el año precedente, registrando un crecimiento superior a las previsiones y forzando una constante revisión al alza de estas últimas, a medida que pasaban los meses. La importante expansión así inducida sobre la demanda de exportaciones españolas ha venido a consolidar el efecto positivo que sobre el saldo de nuestro comercio exterior había estado ejerciendo la mejora de competitividad lograda en los años pasados, y cuyo efecto disuasorio sobre las importaciones se vio reforzado, en la primera parte de 1984, por el impacto contractivo de una demanda interior que, como ahora se verá, evolucionó de forma más negativa que en el año precedente. A causa de todo esto, el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente invertirá su signo, y la demanda exterior neta está ejerciendo un importante efecto expansivo sobre el PIB. Por el contrario, el comportamiento de la demanda interior se caracteriza por una acusada atonía. La desaceleración de los salarios y el retroceso del empleo han determinado una importante disminución del ritmo de crecimiento de la masa salarial, que ha producido una contracción de la renta disponible para el gasto de las familias en términos reales, a pesar del aumento de las rentas no salariales —especialmente, las agrícolas y las derivadas de un nuevo aumento de la población ocupada no asalariada— y del efecto redistributivo del sector público. A consecuencia de ello, el consumo interior ha descendido, y la demanda de viviendas, ya muy deprimida en los años anteriores, también ha acusado el retroceso de las rentas familiares, con la consiguiente repercusión sobre la inversión en construcción. Como la posible actividad de este sector en 1984 estaba ya condicionada negativamente, incluso antes de iniciarse el año, por el retroceso registrado en 1983 tanto en las licitaciones de obra pública como en las viviendas iniciadas, la nueva disminución de ambas variables en 1984 ha producido un descenso de la inversión real en construcción, no inferior al $-4,0\%$. Puesto que la información disponible sobre inversión en maquinaria y bienes de equipo indica que también esta variable disminuyó, en términos reales, en el primer semestre, el conjunto de la formación bruta de capital fijo ha debido de retroceder tal vez más que en el promedio de 1983.

En resumen, aunque la contribución del sector exterior al crecimiento real del producto interior en el primer semestre fue ciertamente importante, el retroceso de la demanda interior neutralizó, en alguna medida difícil de valorar con la información disponible, su efecto expansivo. En realidad, los datos que permiten cuantificar la producción hacen difícil lograr la identidad contable entre oferta y demanda con las estimacio-

nes de esta última recogidas en el cuadro adjunto de previsiones para el promedio del año, sin incorporar la hipótesis de una consolidación, en el segundo semestre, de los indicios de mejora de la actividad que, con las cautelas impuestas por las deficiencias de la información estadística, se observan a partir del verano, y ello exigiría que la demanda interior sustituyera parcialmente al sector exterior como motor de la economía.

La recuperación del consumo podría apoyarse en el comportamiento menos negativo que se espera para el empleo, en la evolución de las rentas no salariales, especialmente las agrícolas, y, sobre todo, en el crecimiento de los salarios reales inducido por la progresiva desaceleración de la inflación. Pero la evolución que puede esperarse de la formación bruta de capital fijo en la segunda parte de 1984 ya está desfavorablemente condicionada por la inversión en construcción, que depende del ritmo de iniciaciones de obras en los meses

1. PIB - Previsión para 1984

Tasas de variación. Pesetas constantes

	1983	1984
<i>Consumo privado</i>	0,7	-0,5
<i>Consumo público</i>	4,1	3,0
<i>Formación bruta de capital</i>	-1,5	-1,5
Demanda interior	0,7	-0,3
<i>Exportaciones</i>	7,6	16,0
<i>Importaciones</i>	-0,6	2,5
PIB a precios mercado	2,2	2,5

anteriores. Aunque se aceptara —y no existen razones fundadas para esperarlo— una posible recuperación de la obra pública o del ritmo de iniciación de viviendas en el segundo semestre del año, las cifras de obra ejecutada seguirían siendo negativas. Por eso, aun cuando la aportación de la inversión en existencias al crecimiento del PIB en la segunda parte del año sea positiva, el retroceso estimado para el conjunto de la formación bruta de capital para el promedio de 1984 incorpora la hipótesis crucial de un cambio de signo en el comportamiento de la inversión en bienes de equipo, cuyo indicio más esperanzador sería la intensificación de las importaciones de maquinaria, a partir de la primavera.

Una vez más, es importante insistir en que lo significativo de la previsión relativa a esta última variable no es tanto el grado de acierto en su estimación cuantitativa como la importancia cualitativa de su posible engranaje en la recuperación del producto nacional, como condición necesaria para la durabilidad de esta, y, por tanto, para la generación de puestos de trabajo. En efecto, la participación relativa de la inversión en

bienes de equipo en la demanda interior ha llegado a ser tan reducida, que, cuando se inicie su recuperación, sin duda registrará tasas de crecimiento de cierta entidad, sin que ello implique una aportación directa inicial al crecimiento del PIB cuantitativamente importante.

La economía española ha realizado, en los últimos años, un importante —y, sin duda, doloroso— esfuerzo de ajuste de sus desequilibrios básicos, cuyos resultados positivos empiezan a ser patentes. La tendencia de la tasa de inflación, pese a las perturbaciones inducidas por los precios de los alimentos, se mantiene en la línea de descenso, y la balanza por cuenta corriente registrará un superávit del orden de los 1.500 millones de dólares. Además, ya durante 1983 se produjo en la economía española una redistribución de la renta nacional a favor del excedente bruto empresarial, que, sin duda, alivió la difícil situación a que había llegado buena parte de las empresas. Como en los meses transcurridos de 1984 la redistribución ha debido de ser aún más intensa, dada la importante desaceleración registrada por los costes unitarios de producción, empiezan a darse en la economía española algunas de las condiciones indispensables para su incorporación a la recuperación que están viviendo los países desarrollados. Por otra parte, aunque, de momento, todo parece indicar que la mejora en las cuentas de resultados de las empresas se ha materializado más en el saneamiento de su estructura financiera que en proyectos de inversión en capital fijo, la contención de la demanda de crédito de ello derivada, en un contexto de evolución favorable del desequilibrio exterior y de mejora de las expectativas inflacionistas, ha propiciado la distensión de los mercados financieros, contribuyendo a quebrar la tendencia al alza de los tipos de interés y a generar unas favorables expectativas bajistas respecto a los mismos.

Sin embargo, la adaptación a la baja de las expectativas es lenta, especialmente en economías con una experiencia inflacionista intensa y duradera, y la recuperación del excedente empresarial es condición necesaria, pero no suficiente, para que se logren tasas de inversión positivas, mediando entre ambas una fase previa de saneamiento empresarial que en la economía española posiblemente no ha terminado todavía. La situación financiera de las empresas españolas había llegado a tal grado de deterioro, que, por importantes que sean las tasas de crecimiento de su «cash-flow», la relación entre fondos propios y fondos ajenos sigue siendo relativamente baja. Además, sobre las expectativas empresariales pesan todavía incertidumbres importantes, que reducen el valor actual de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión. En primer lugar, incertidumbre sobre la propia demanda exterior, no tanto sobre la posibilidad de duración de la recupe-

ración mundial —al menos, durante 1985— como sobre su intensidad. En segundo lugar, incertidumbre sobre la posibilidad de encontrar una financiación permanente adecuada, incertidumbre que, a principios de año, sin duda, constituía uno de los obstáculos más serios para el relanzamiento de la inversión productiva, y sobre la que siguen pesando la amenaza del déficit público y la necesidad de afianzar los éxitos logrados en el terreno de la inflación. La reducción de las incertidumbres fiscales y de las derivadas de una legislación laboral que dista mucho de haber logrado el grado de flexibilidad necesario contribuirían a crear un clima propicio para la recuperación de la inversión privada. La inversión productiva se encuentra así en un período de transición, en el que, por una parte, han comenzado a operar factores positivos, pero en el que continúan pesando, por otra parte, elementos negativos que han de ser superados.

La política monetaria ha desempeñado un papel muy activo en la corrección de los desequilibrios internos y externos y en la mejora de las perspectivas futuras de los tipos de interés. De hecho, la evolución favorable de nuestras cuentas exteriores y la consolidación a la baja de las expectativas inflacionistas, resultado del mantenimiento de la disciplina monetaria, han contribuido decisivamente al descenso de los tipos de interés de la economía española, a pesar de las tensiones resultantes de la financiación del déficit público y de la fortaleza de los tipos de interés en los mercados internacionales, y todo ello manteniendo un control muy ajustado de los agregados monetarios y de liquidez. No obstante, desde principios del verano, y a medida que el comportamiento de la balanza de pagos y la contención de la inflación interior lo fueron posibilitando, la autoridad monetaria optó por una mayor holgura, permitiendo que, sin perder el control, las tasas de crecimiento de los agregados básicos se desplazaran hacia la parte superior de las bandas programadas de objetivos. Como consecuencia de todo ello, se han relajado las tensiones existentes en los mercados financieros, por lo que cabe esperar que los rasgos estimulantes de la evolución monetaria, que seguramente no están agotados ni han actuado todavía plenamente sobre la economía, dejen sentir sus efectos beneficiosos sobre ésta en un futuro próximo, sin necesidad de políticas más expansivas que perturbarían las expectativas de los agentes y frustrarían los éxitos ya logrados.

2. Panorama internacional

La evolución económica internacional ha venido marcada, desde finales de 1983, por un crecimiento muy superior al previsto en los intercambios comerciales, cuyo origen hay que situar en el fuerte avance de

las importaciones norteamericanas en términos reales. De esta forma, se ha posibilitado el mantenimiento del ritmo de crecimiento de las economías europeas, así como un avance relativamente importante en Japón, ambos basados en las exportaciones y, en menor medida, en la inversión, como principal fuerza de origen interno. El crecimiento de los precios sigue siendo moderado en el área de los países industriales, registrándose tasas especialmente bajas en Alemania y Japón, mientras que la situación del mercado de trabajo sigue deteriorándose en Europa, habiéndose alcanzado ya una tasa de desempleo del 11 % para el conjunto de la CEE, en tanto que en Estados Unidos, después de registrar descensos continuados en dicha tasa durante los primeros meses del año, parece que se ha llegado a un cierto estancamiento.

En la primera mitad de 1984, el crecimiento de la economía americana volvió a superar todas las previsiones existentes, situándose en una tasa del 8,8 % sobre igual período del año anterior. Durante los tres primeros meses las fuerzas impulsoras del crecimiento fueron la inversión en existencias y la inversión fija. En el segundo trimestre la inversión fija y, en menor medida, el gasto de consumo fueron los componentes de la demanda más dinámicos, desacelerándose la inversión en existencias y la construcción residencial, afectada, sin duda, por los altos tipos de interés sobre préstamos hipotecarios. El fuerte crecimiento de la demanda interna se transmitió a las importaciones, con dramáticas consecuencias en términos de déficit comerciales crecientes, que supusieron un estímulo muy importante para el resto de la economía mundial. Durante el tercer trimestre, la demanda interna, fundamentalmente el consumo, registró una marcada desaceleración que, al conjugarse con un nuevo avance de las importaciones, se tradujo en un crecimiento del PNB, en tasa intertrimestral elevada a anual, de solo 2,7 %. Se abre, así, un interrogante sobre el rumbo que tomará esta economía en los últimos meses de 1984. Mientras algunos analistas consideran que se está a las puertas de una recesión, para otros la economía no ha hecho sino descender suavemente hacia una senda de crecimiento inferior al registrado hasta el momento, pero más sostenible. En apoyo de esta tesis, parecen detectarse algunos signos de reactivación en el consumo para el otoño, y los planes de inversión siguen indicando la existencia de proyectos en marcha, por lo que, en el cuarto trimestre del año, el PNB podría avanzar a una tasa anual algo superior a la registrada en el tercer trimestre.

La tasa de inflación americana se mantuvo a niveles moderados, registrándose crecimientos del 3,3 % y del 2,9 % en el deflactor del PNB, en el segundo y en el tercer trimestres del año. En términos de precios al

consumo, las tasas alcanzadas fueron algo más elevadas, situándose el índice correspondiente al mes de agosto un 4,2 % sobre su nivel del mismo mes del año anterior. El lento avance de los precios se ha visto favorecido tanto por la apreciación del dólar y la caída en los precios del petróleo y las materias primas no energéticas, como por la contención salarial. En cuanto a la tasa de desempleo, evolucionó de acuerdo con el nivel de actividad, y, tras descender desde un 8,2 %, en diciembre de 1983, hasta un 7,5 % en mayo, se ha mantenido alrededor de dicha tasa durante el verano.

A pesar del fuerte impulso impartido por la economía americana, en los principales países europeos se registraron niveles de actividad mediocres durante los seis primeros meses de 1984, confirmándose, una vez más, la tónica de bajo crecimiento mantenida por estas economías. Tanto Alemania como el Reino Unido, países que alcanzaron las tasas de crecimiento más altas de Europa, en 1983, acusaron los efectos de las huelgas, del metal, en el primer caso, y de la minería, en el segundo. En Alemania, si bien el PIB fue un 2,2 % más elevado en el primer semestre de este año que en igual período de 1983, dicha magnitud registró una evolución negativa entre el primero y el segundo trimestres de 1984. Aunque la economía alemana parece haber cobrado nueva fuerza en los meses de verano, el gobierno se ha visto obligado a rebajar sus previsiones de crecimiento del producto para 1984, del 3 % al 2,5 %. En el Reino Unido, el PIB mostró una trayectoria parecida, con un incremento del 2,5 % entre el primer semestre de 1983 y el primer semestre de 1984, pero con crecimientos intertrimestrales negativos tanto en el primero como en el segundo trimestres del presente año. En este caso, aun haciendo abstracción de los efectos

de la huelga de mineros, parece que la economía británica se ha sumido en un proceso de desaceleración que se manifiesta en el retroceso de la producción manufacturera en los últimos meses. La economía francesa evolucionó bajo los efectos del plan de austeridad marcado por el Gobierno, de forma que el PIB, tras crecer a una tasa intertrimestral del 0,9 % en el primer trimestre del año, experimentó un retroceso del -0,3 % en el segundo. La previsión oficial para 1984 sitúa el crecimiento del producto en un 1,3 %, en términos de media anual. Durante los meses transcurridos de 1984, el crecimiento en todos estos países, y en Europa en general, vino impulsado, fundamentalmente, por las exportaciones y, en cierta medida, por la formación bruta de capital, mostrando debilidad la demanda de consumo: situación contraria a la registrada en 1983, cuando fue precisamente el consumo, junto con las existencias, el impulsor de la actividad económica.

La inflación en Europa siguió desacelerándose durante 1984, siendo el índice de los precios al consumo, en agosto, un 6,9 % superior al del mismo mes de 1983 para el conjunto de la CEE. Cabe destacar el buen comportamiento de los precios en Alemania, donde el crecimiento -agosto sobre agosto- fue tan solo del 1,7 %. Así, pues, la continua apreciación del dólar, que ha impedido a las economías europeas beneficiarse plenamente de los descensos en los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas, no parece haber supuesto un obstáculo importante en el proceso de desaceleración de los precios, que se ha visto favorecido por la moderación salarial. La tasa de desempleo se situó, en agosto, en un 11 % para el conjunto de países de la Comunidad, y las perspectivas apuntan hacia un aumento de la misma en el próximo futuro.

2. Evolución económica internacional: principales macromagnitudes (a)

	Tasas de variación					
	PNB		Precios al consumo		Desempleo (b)	
	1983	1984	1983	1984	1983	1984
<i>Canadá</i>	3,3	4,6	5,8	4,9	11,9	11,3
<i>Estados Unidos</i>	3,7	7,3	3,2	4,5	9,6	7,4
<i>Japón</i>	3,0	5,0	1,8	2,3	2,7	2,6
<i>Alemania</i>	1,3	2,7	3,0	2,9	8,2	8,2
<i>Francia</i>	0,7	1,3	9,6	7,4	9,0	10,0
<i>Italia</i>	-1,2	2,5	15,1	11,5	9,8	9,9
<i>Reino Unido</i>	3,2	2,4	4,6	5,2	12,3	12,3
Siete grandes países industriales	2,7	5,2	4,4	4,6	8,3	7,5
Otros países industriales	1,8	3,1	7,7	6,5	...	...
Países industriales	2,6	4,9	4,9	4,9	...	...
Países exportadores de petróleo	-0,8	3,8	10,0	10,8	...	...
Países en desarrollo no exportadores de petróleo	1,8	3,7	41,4	44,5	...	...

(a) 1984, previsiones.

(b) En porcentaje de la población activa.

Fuente: FMI.

En Japón, la economía avanzó a ritmos superiores a los esperados, impulsada por el fuerte crecimiento de las exportaciones —sobre todo, a Estados Unidos—, y, en menor medida, por la inversión. El PNB experimentó tasas intertrimestrales de variación del 1,9 % y del 1,6 % en los dos primeros trimestres de 1984. La inflación continuó situada en tasas ligeramente superiores al 2 %, y el desempleo afectó en julio, último mes disponible, a un 2,8 % de la población activa.

La política económica mantuvo, durante los meses transcurridos de 1984, el mismo carácter que en 1983, subsistiendo la divergencia entre la política fiscal expansiva instrumentada en Norteamérica y la restricción presupuestaria llevada a cabo en Europa y Japón. La política monetaria estadounidense siguió orientada a impedir un rebrote inflacionista, permitiendo la Reserva Federal una nueva escalada en los tipos de interés. Sólo ante la evidencia de la profunda desaceleración de la economía americana, en los últimos meses del verano, se detectó una menor restricción monetaria por parte de la Reserva Federal, de forma que los tipos de interés a corto plazo comenzaron a bajar, uniéndose a los tipos a largo, que iniciaron su descenso a principios del verano.

En algunos países europeos, se han registrado también movimientos a la baja en los tipos de interés. Tal tendencia a la baja es, sin duda, positiva para establecer un marco adecuado al esperado relanzamiento en la inversión, que ya se ha iniciado en algunos países, y que, junto con el comercio exterior, se perfilan como las fuerzas inductoras del crecimiento en el área de los países desarrollados en el bienio 1984-1985. En el cuadro I, se presentan las previsiones del Fondo Monetario Internacional para el año en curso. Este organismo revisó al alza sus previsiones de crecimiento en 1984 para el grupo de países industriales, desde el 3,6 %, publicado en marzo, al 4,9 % dado a conocer en agosto. Esta revisión se ha fundamentado en el elevado crecimiento experimentado, en la primera mitad del año, por la economía estadounidense y en su transmisión a los restantes países del área a través del fuerte avance de las importaciones americanas. Las revisiones al alza no se han extendido, sin embargo, a 1985, año en el que se espera una reducción, adicional a la registrada en 1984, en el diferencial de tasas de crecimiento entre Europa, por un lado, y Estados Unidos y Japón, por otro, que se concretará en una desaceleración de las economías de estos dos últimos países y en un mantenimiento del moderado crecimiento en Europa. Las incertidumbres ante el futuro inmediato son, sin duda, importantes, destacando la que se refiere a la profundidad y duración de la desaceleración de la economía americana y a la capacidad del resto de los países industriales para tomar el relevo.

Los países en vías de desarrollo no productores de petróleo se beneficiaron del avance de las importaciones de los países industriales: sobre todo, los países asiáticos, como Hong-Kong, Corea o Singapur, que son los que mantienen relaciones más estrechas con Estados Unidos. Para ellos, el Fondo Monetario Internacional prevé un crecimiento del 6,6 % en el presente año. Los países de América Latina, sin embargo, sólo experimentarán, según el citado organismo, un crecimiento del 1,1 %. La evolución de los precios presenta también divergencias importantes entre las distintas áreas de países en desarrollo. Así, mientras que, para los países asiáticos antes mencionados, se prevé una inflación del 6,8 % para 1984, en términos de precios al consumo, para los países latinoamericanos la tasa media prevista ronda el 120 %, si bien es cierto que sólo a unos pocos países se debe el que la previsión sea tan elevada.

Los países exportadores de petróleo, ante el aumento de sus exportaciones de crudo hacia algunos países industriales —sobre todo, Japón y, en menor medida, Estados Unidos—, registrarán crecimientos positivos en 1984. Sin embargo, dado que, hasta el momento, el incremento en la producción de petróleo ha sido superior al de la demanda, el mercado de este producto ha venido mostrando una gran debilidad, manteniéndose los precios en el mercado libre por debajo de los precios oficiales y siendo cada vez más difícil la cohesión entre los miembros de la OPEP, muchos de los cuales se ven acuciados por problemas de deuda externa y tienen necesidades apremiantes de divisas.

Las elevadas tasas de crecimiento de las importaciones de los países industriales, en los meses transcurridos de 1984, han llevado a una revisión al alza de las previsiones sobre la evolución tanto del comercio dentro del área desarrollada, según refleja el cuadro II, como del comercio mundial en general. Para este último, la tasa de crecimiento esperada en 1984 es del 8,5 %. Se posibilitará así una nueva mejora en el déficit por cuenta corriente de los países en desarrollo, mientras que los países industriales verán empeorar netamente dicho saldo. Este empeoramiento se localizará, dentro del área desarrollada, en los Estados Unidos, con un déficit esperado cercano a los 85 mil millones de dólares, mientras que Japón experimentará un superávit más alto que el del año 1983, alcanzando un saldo positivo superior a los 36 mil millones de dólares; el resto de los países del área presentará resultados mixtos.

El cuadro III recoge el crecimiento previsto para los mercados de las exportaciones españolas no energéticas que se deriva de las previsiones anteriores. Dicho crecimiento ha sido revisado al alza en consonancia

3. Evolución económica internacional: Comercio exterior (a) (b)

Tasas de variación

	Exportaciones		Importaciones	
	1983	1984	1983	1984
Canadá	8,8	24,7	14,1	23,5
Estados Unidos	-6,2	6,5	10,0	27,8
Japón	8,6	12,3	1,3	8,1
Alemania	0,4	9,0	5,2	8,0
Francia	3,7	5,5	-2,0	0,3
Italia	5,2	5,0	1,6	6,5
Reino Unido	0,8	6,1	6,9	7,2
Siete grandes países industriales	1,5	9,2	5,5	14,5
Otros países industriales	6,3	6,5	1,6	5,2
Países industriales	2,7	8,5	4,4	12,2
Países exportadores de petróleo	-7,5	6,0	-10,9	-2,7
Países en desarrollo no exportadores de petróleo	5,8	9,1	-1,9	5,8

(a) Términos reales.

(b) Comercio de bienes.

Fuente: FMI.

con el avance en los flujos comerciales, superior al esperado. En todo caso, el hecho de que las exportaciones españolas se dirijan, en buena medida, hacia zonas donde la recuperación está siendo moderada se traduce en un crecimiento de nuestros mercados inferior al esperado para el comercio mundial. Esta divergencia irá reduciéndose, a medida que lo haga el diferencial de tasas de crecimiento entre las diferentes áreas económicas.

3. Demanda y actividad productiva

La información adicional recibida durante los meses transcurridos desde el anterior informe, publicado en el *Boletín Económico* del mes de junio, no modifica sustancialmente la situación general descrita entonces y que, desde el lado de la demanda, se caracteriza por una fuerte expansión del sector exterior y una atonía de la demanda interna global, que, a esta altura del año, puede aventurarse que cerrará 1984 con una tasa de variación real nula o ligeramente negativa.

Está fuera de toda duda que el crecimiento que registrará la demanda agregada de la economía española en el año 1984 se basará, fundamentalmente, en el efecto expansivo ejercido por la demanda exterior. Aun contando con que, en la segunda mitad del año, la aportación del saldo neto exterior al crecimiento del PIB sea mucho más reducida que en la primera, una estimación prudente de dicha aportación para el conjunto del año sería del orden de los 2,7 puntos porcentuales, frente a 1,8 puntos en el año 1983.

Las altas tasas de crecimiento que las exportaciones de mercancías han registrado a lo largo de los meses transcurridos del año 1984 para los que se dispone de información han superado todas las previsiones. Las ganancias de competitividad que alcanzaron nuestros productos en los mercados exteriores en los años precedentes —como consecuencia del comportamiento del tipo de cambio de la peseta—; la recuperación de la demanda mundial iniciada en 1983, que cobró especial intensidad a lo largo de 1984, y, por último, la debilidad de la demanda interior española, son las causas fundamentales en las que se basa el comportamiento tan expansivo de las exportaciones de mercancías, que, en el conjunto del año y en relación con el año precedente, podrían registrar una tasa de crecimiento real próxima al 18%. Si a esto se une la evolución de los ingresos por turismo, cuya tasa de variación real puede superar el 9%, el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios en el año 1984 será verdaderamente importante: del orden del 16%.

La tasa de variación estimada para las importaciones de bienes y servicios es, por el contrario, muy moderada: del 2,5%. No obstante, se observa, a lo largo del año, una recuperación en la importación de productos no energéticos —especialmente, en algunos productos

4. Evolución de los mercados de las exportaciones no energéticas españolas

Análisis desagregado por países y áreas económicas

	Ponderaciones (a)	1984	
		Tasas de variación de import. reales no energéticas	Aportación al crecimiento del mercado
Países industriales	64,8		5,69
<i>Alemania</i>	9,8	9,9	0,97
<i>Francia</i>	16,5	1,0	0,16
<i>Italia</i>	5,4	9,0	0,46
<i>Reino Unido</i>	7,6	8,7	0,66
<i>Estados Unidos</i>	7,8	30,7	2,39
<i>Japón</i>	1,7	9,2	0,16
<i>Otros países industriales</i>	16,0	5,4	0,86
Países exportadores de petróleo	13,8	-2,7	-0,37
Países en desarrollo no exportadores de petróleo	21,4	...	0,97
<i>América Latina</i>	5,3	0,0	0,00
<i>Otros países en vías de desarrollo</i>	16,1	6,0	0,97
TOTAL	100,0	...	6,29
PRO-MEMORIA:			
Crecimiento del comercio mundial	-	-	8,5

(a) Participación de las exportaciones no energéticas al área o país considerado en el valor total de las mismas en 1983.

Fuente: FMI, OCDE y BE.

alimenticios, materias primas no energéticas y ciertos bienes de equipo— que situaría en torno al 7 % la tasa de crecimiento real de este grupo de productos. Se espera que la importación de productos energéticos alcance, sin embargo, un retroceso en términos reales.

En lo que respecta a la demanda interior, ya se ha señalado que su contribución global al crecimiento del PIB, en el conjunto del año, alcanzará valores nulos o ligeramente negativos. Sin embargo, algunos de sus componentes más importantes tal vez ofrezcan una evolución positiva a lo largo del año, mostrando ciertos indicios de recuperación en este segundo semestre. Así, el consumo privado, que entró en 1984 arrastrando un fuerte debilitamiento, acumulado a medida que avanzaba el año anterior, ha registrado un estancamiento en la primera mitad del año en curso, en la que apenas habrá logrado mantener los niveles de gasto del semestre anterior —lo que equivale a decir que han sido unos meses de claro retroceso con respecto a los niveles alcanzados en el mismo período del año anterior—. Esta evolución general negativa tiene su causa principal en la caída que está experimentando este año la tasa de aumento de la remuneración nominal global de los asalariados, quienes, en el conjunto del año, según se estima, verán reducido su poder adquisitivo en términos reales. Sin embargo, la mayor parte de esta caída se ha producido ya, tanto porque la evolución del empleo será menos desfavorable en la segunda mitad del año que en la primera, como porque la desaceleración del índice de precios al consumo en la segunda parte del año tendrá un efecto positivo sobre las remuneraciones reales. A este hecho hay que añadir, por una parte, la expansión de rentas agrarias que se espera para los últimos meses de este año, asociada a cosechas excepcionales en productos cuya recolección, con un carácter estacional lógicamente muy acusado, se concentra en dicho período; y, por otra, una distribución más generalizada de las otras rentas de la propiedad y de la empresa, que han experimentado un fuerte incremento. Todo ello permite esperar que la evolución del consumo privado en la segunda parte del año será menos negativa que en la primera, lo que haría posible que la caída prevista para el conjunto de 1984 fuera muy moderada, estimándose en medio punto porcentual.

Los pocos indicadores cuantitativos disponibles confirman este cuadro negativo, destacando la fuerte caída registrada por las importaciones de bienes de consumo, excluida alimentación, mientras que la matriculación de automóviles, con datos hasta agosto, muestra tasas de variación moderadamente negativas con respecto al mismo período del año anterior, sin que parezca justificado atribuir un inicio de recuperación al

fuerte tirón que se registró en julio y que no tuvo su continuación en agosto.

La valoración del consumo público se ve dificultada por la recomposición institucional del conjunto de las administraciones públicas. En cualquier caso, se puede afirmar que, sin alcanzar las tasas de crecimiento de 1983, mostrará una evolución real positiva que, provisionalmente, se estima en tres puntos porcentuales. A pesar de su poco peso cuantitativo en el conjunto de la demanda interior, esta tasa lo convierte en el componente con mayor aportación a su total.

En la formación bruta de capital, continúa la fuerte depresión de la inversión en construcción, que este año alcanzará cotas más negativas que el anterior, como consecuencia de la falta de inversión tanto en obra pública como en construcción industrial. La inversión en vivienda, dentro de una tónica fuertemente negativa, muestra un comportamiento algo más favorable que en el pasado año.

Respecto a los indicadores de contratación de nueva obra, hay que señalar una caída en la licitación oficial, mientras que el número de viviendas iniciadas en el primer semestre de este año es claramente inferior al registrado en el primer semestre del año anterior. Dentro de este panorama marcadamente negativo, la única excepción es la encuesta de opiniones del ministerio de Industria, que en, los meses de julio y agosto, parece sugerir cierta recuperación del ritmo de actividad y del nivel de contratación en el subsector de construcción industrial.

Dada esta evolución de los indicadores, las previsiones que se hacen para el segundo semestre no permiten incorporar una recuperación significativa, estimándose que, para el conjunto del año, la inversión en construcción puede registrar un descenso próximo al 4 % en términos reales.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, ya en el informe anterior se señalaba que no había indicios claros de que la fuerte recuperación que debía estar experimentando el excedente de las empresas se estuviera reflejando en un incremento generalizado de la inversión privada. Confirmada ahora la intensidad de la recuperación de los excedentes que entonces se apuntaba, subsisten las dudas en cuanto a la evolución de la inversión:

La falta de información directa es notable, y, como se destacará más adelante, los datos de producción industrial, tanto a nivel general como, más específicamente, de bienes de equipo, no aportan mucha información al respecto, dada la gran incertidumbre que rodea a cualquier intento de estimación que pueda realizarse para

deducir índices de disponibilidad de este tipo de bienes corregidos de los flujos de comercio exterior. Sin embargo, es precisamente la evolución de uno de estos flujos la que puede estar mostrando el inicio de un proceso de recuperación de la inversión privada en bienes de equipo. En efecto, desde el inicio del año, las importaciones de maquinaria vienen mostrando, mes a mes, un crecimiento sostenido que, con datos hasta agosto, y a pesar de las dificultades de estimación de un deflactor adecuado, cabe cifrar en una tasa de variación real, sobre el mismo período del año anterior, no inferior al 6 %. Hay que señalar, no obstante, que este hecho, al que todavía resulta difícil atribuir una significación clara, va acompañado de un descenso en el número de vehículos industriales matriculados en el mismo período de tiempo —aunque tampoco puede decirse nada sobre la evolución del valor de la inversión en dichos vehículos, toda vez que éstos constituyen un conjunto de características muy heterogéneas.

La sensación dominante es todavía negativa, a lo que contribuye el dato de que, en el conjunto de este año, caerán fuertemente las inversiones totales de algunos sectores de gran peso, como el energético y el de transportes. No obstante, no puede descartarse que la segunda parte del año ofrezca nuevos indicios de recuperación, alentados por el afianzamiento de la fuerte generación de excedentes, ya mencionada, y por la mejora en las condiciones financieras.

Por otra parte, la desaceleración de la inversión pública es bastante acusada, debido tanto a la programación presupuestaria como al apreciable retraso que se observa en la ejecución del presupuesto, en el caso del Estado y de la Seguridad Social. Los resultados finales del ejercicio dependerán, en gran medida, del ritmo que se imprima a las inversiones, en los meses que restan del año.

En consecuencia, cabe prever que el conjunto de la inversión en bienes de equipo cerrará el año con una tasa de variación próxima a cero, o ligeramente positiva.

La variación de existencias podría ser una de las líneas de la demanda interna que estimulase un mayor ritmo de actividad en la última parte del año. La fuerza que mostraron las exportaciones, especialmente en el primer semestre, podría haber hecho descender el nivel de existencias, que podrían iniciar un proceso de reposición en la segunda mitad del año. En esta dirección apunta claramente la previsión de su nivel declarada por los empresarios, desde el segundo trimestre, en la Encuesta de Opiniones del ministerio de Industria y Energía, aunque es de señalar que la misma encuesta no detecta hasta junio una caída clara del nivel. La

contribución del sector agrario a esta línea de la inversión es mucho menos incierta, ya que la favorable evolución de la producción agraria ha de tener consecuencias notables en cuanto al volumen de *stocks* de estos productos, estimándose que constituirán el grueso de la variación de existencias en la economía. Una cuantificación precisa es difícil de realizar en el presente momento, por cuanto la recolección de las diferentes cosechas se concentra, básicamente, en el segundo semestre, del que, obviamente, apenas se dispone de información relevante.

En conjunto, se considera que la aportación de la variación de existencias a la formación de capital será relativamente importante este año, y podría llegar a aportar cerca de dos décimas al crecimiento del PIB.

La situación descrita hasta aquí sobre los diferentes componentes de la demanda no parece compatible con la información cuantitativa disponible desde el lado de la oferta, que, aun no siendo nada abundante, tiene una significación cualitativa considerable. Las discrepancias a nivel agregado son importantes, hasta el punto de que habría que forzar la interpretación de los datos disponibles para conseguir la deseable coherencia entre la situación descrita de la demanda y una contrapartida plausible desde la óptica de la oferta. La dificultad principal afecta a la estimación del valor añadido del sector industrial a partir de su estimador habitual —el índice de producción industrial—, al que se ha prestado una atención especial en esta ocasión, dada la magnitud de los problemas encontrados. Alternativamente, habría que convenir en que una subordinación estricta a las cifras ofrecidas este año por dicho indicador obligaría a una revisión a la baja de la estimación ya comentada de la demanda interior, que no parece justificada por el conjunto de la información disponible.

Comenzando por el sector primario, no parecen existir dudas en cuanto a la fuerte expansión que registrará en 1984 —especialmente, en la agricultura—, gracias a unas circunstancias climáticas notablemente mejores que las observadas en los últimos años. Particularmente destacadas serán las producciones de aceite, cereales, vino y algunos productos destinados a la industria, pese al retraso que se observa en la recolección de algunas cosechas.

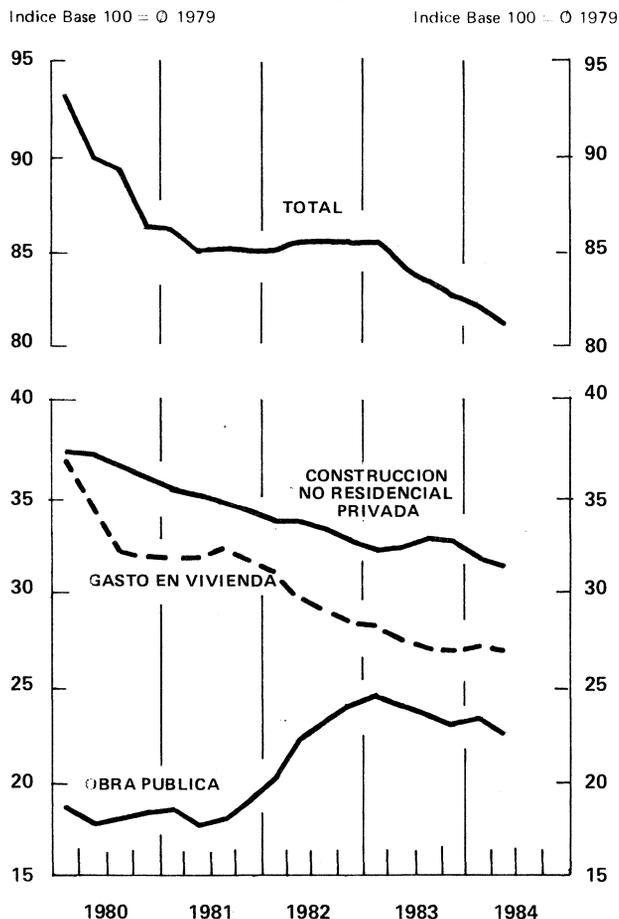
La producción ganadera, en cambio, apenas obtendrá incrementos significativos, continuando el deslizamiento, observado en períodos anteriores, desde la producción de carne de bovino a otras especies de menor valor unitario, como porcino y aves. Por otra parte, a medida que avanza el año, se consolidan unas expectativas favorables en cuanto a la evolución de los desembarcos de pesca.

El ministerio de Agricultura no facilita estimaciones oficiales sobre la evolución esperada del valor añadido del sector o sobre su producción final total. Sus estimaciones de avance de algunas producciones y superficies agrarias y pecuarias, y de los consumos de algunos medios de producción requerirían, para ser utilizados, un grado de elaboración importante. En algunos momentos, a través de diferentes medios de comunicación, y no en sus propias publicaciones, el ministerio ha señalado que la producción final del sector podría crecer en torno al 6 %, en el conjunto de 1984, y recientemente ha cifrado el crecimiento de la producción final agraria en el 7,8 %. Al mismo tiempo, en este año se observa un descenso de los gastos de fuera del sector, siendo significativa, en este sentido, la notable caída –de cerca del 20 %– en la importación de materias primas para la agricultura, registrada durante los ocho primeros meses del presente año. Todo ello permite considerar que el crecimiento de su valor añadido será importante, estimándose provisionalmente en una tasa real próxima al 10 %.

Por lo que se refiere a la evolución del valor añadido generado en el sector de la construcción, ya se ha apuntado desde el lado de la demanda la profunda recesión por la que atraviesa el sector, sin que haya, por el momento, signos de recuperación.

El consumo aparente de cemento ha registrado en el primer semestre de este año, respecto al mismo período del año anterior, una caída del 12,1 %. La producción de materiales de construcción cae en 1,8 % en el período enero-mayo, mientras que la ocupación en el

1. Indicador de inversión en construcción: contribución de sus componentes



5. Producción industrial: componentes (*)

Tasas de crecimiento

	Índice general (c)	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes intermedios
1982/81	-1,2	0,0	- 7,9	-0,5
1983/82	2,6	6,1	- 5,1	1,6
1984/83	0,1 (b)	-1,8 (b)	- 8,0 (b)	3,1 (b)
1982 (a)				
III TR	0,7	-4,2	-28,8	5,3
IV TR	-1,4	-0,3	43,0	-2,6
1983 (a)				
I TR	9,1	27,6	0,5	4,7
II TR	4,2	6,8	-10,7	3,9
III TR	-2,2	-7,8	-24,9	-7,4
IV TR	1,6	1,7	12,3	10,5
1984 (a)				
I TR	4,3	-7,2	0,5	10,8
II TR	-8,1	2,6	-23,1	-10,5

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Último mes disponible: junio.

(c) El índice general se ha desestacionalizado con una metodología distinta del X-11.

Fuente: INE.

sector (corregida de los efectos inducidos por el empleo comunitario) registra una tasa negativa cercana al 4 %.

El gran descenso experimentado por el consumo aparente de cemento, así como el hecho de que los sectores más deprimidos sean los de obras públicas y construcción no residencial privada –ambos más intensivos en consumos intermedios que el sector vivienda–, apuntan a que la caída experimentada por el valor añadido del conjunto del sector será algo menos negativa que la registrada por la inversión en construcción.

Como ya se ha señalado, la valoración del crecimiento del valor añadido de la industria, excluida construcción, presenta dificultades importantes. Su indicador habitual –el índice de producción industrial–, con datos hasta junio, muestra una situación de estancamiento con respecto al primer semestre del año ante-

6. Construcción. Principales indicadores

Tasas de crecimiento

	Consumo aparente de cemento (*)	Ocupados construcción (*)	Licitación oficial (*)	Viviendas iniciadas	Viviendas terminadas
1982/1981	0,2	- 1,5	34,5	- 9,5	0,9
1983/1982	- 3,3	- 2,9	- 7,0	4,1	- 3,4
1984/1983	- 12,2(b)	- 11,3(b)	- 5,3(b)	- 18,2(c)	- 11,9(c)
1983 (a)					
I TR	- 14,5	- 8,7	- 39,2	- 2,6	- 46,2
II TR	3,2	13,1	15,1	3,4	111,2
III TR	3,5	- 3,9	- 20,6	- 52,0	- 43,7
IV TR	- 20,2	- 10,6	178,0	261,8	29,2
1984 (a)					
I TR	- 22,5	- 30,0	- 59,4	- 51,9	- 41,3
II TR	- 12,1	- 5,9	- 11,5	- 52,4	- 1,5
III TR	-	-	-	- 73,2	87,0

(a) Tasas intertrimestrales elevadas a ritmo anual. Para trimestres incompletos, se calculan como la media de los datos disponibles sobre el promedio del trimestre natural anterior.

(b) Ultimo dato disponible: junio.

(c) Ultimo dato disponible: julio.

Fuente: OFICEMEN, INE, SEOPAN, MOPU, y BE.

7. Otros indicadores de producción y demanda (*)

Tasas de crecimiento

	Consumo de energía eléctrica	Matriculación de automóviles	Consumo de gasolina
1982/1981	2,1	5,9	2,6
1983/1982	4,1	2,7	- 0,8
1984/1983	5,5 (c)	- 2,2 (b)	1,0 (b)
1983 (a)			
I TR	10,2	21,9	- 0,2
II TR	5,6	- 30,6	- 11,9
III TR	0,9	11,5	15,1
IV TR	- 3,6	- 7,6	- 6,2
1984 (a)			
I TR	28,9	0,9	9,7
II TR	- 11,8	- 6,8	- 8,5
III TR	13,1	53,5	5,2

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a ritmo anual. Para trimestres incompletos, se calculan como la media de los datos disponibles sobre el promedio del trimestre natural anterior.

(b) Ultimo dato disponible: agosto.

(c) Ultimo dato disponible: septiembre.

Fuente: UNESA, INE y CAMPSA.

rrior, con una tasa de variación del 0,1 % (1). Esta situación se debe, parcialmente, a que los primeros meses

(1) Encontrándose en imprenta este informe, ha llegado la cifra del IPI correspondiente a julio. Este dato eleva la tasa acumulada de los siete meses transcurridos de 1984, sobre mismo período del año anterior, a 0,5 %. Esta nueva información parece situarse en la línea, ya apuntada en el texto, de una posible recuperación en la segunda mitad del año con respecto a la primera, si bien no modifica sustancialmente el panorama descrito en lo que respecta al conjunto del año.

de 1983 mostraron tasas de crecimiento excepcionalmente elevadas; pero, en cualquier caso, el estancamiento del índice es notorio, ya que, con datos desestacionalizados, la tasa de variación sobre el semestre anterior, elevada a tasa anual, apenas alcanza un valor de medio punto porcentual. En estas condiciones, cualquier proyección que de este indicador se realice para la segunda mitad del año conduce a tasas de crecimiento globales, para el conjunto de 1984, difícilmente compatibles con la evolución de la demanda descrita anteriormente.

Una posible respuesta a estas inconsistencias es que el índice actual no puede representar adecuadamente la producción industrial, habida cuenta de la antigüedad de su año de base. Este hecho determina una estructura de ponderaciones que requeriría una profunda revisión e, incluso, la incorporación de nuevos sectores productivos que han conocido una rápida expansión en los últimos años y están totalmente ausentes en el índice actual. A estos factores, cabe añadir, en estos momentos, las distorsiones que en la contabilización del valor añadido introduce una situación como la actual, en la que una fuerte expansión de las exportaciones va acompañada de un deflactor claramente superior al atribuido a la demanda interna de la economía. Al conjunto de estos factores se dedica un comentario específico en el Apéndice de este mismo informe.

Después de lo apuntado, no parece necesario detenerse en un análisis pormenorizado de la evolución de los principales integrantes del índice. Baste señalar que los bienes de inversión muestran una evolución sobre la primera mitad del año anterior de -8,0 %, inferior a la tasa de -5,1 % registrada en el conjunto de 1983, y los bienes de consumo caen, en el mismo período, en -1,8 %, mientras el año anterior crecieron, a una tasa de 6,2 %. Los bienes intermedios, por el contrario, casi duplican, en el primer semestre, la tasa de crecimiento alcanzada en el conjunto de 1983: 3,1 % frente al 1,7 %.

En las condiciones descritas, es claro que la estimación del valor añadido de la industria está sujeta a un alto grado de incertidumbre. En el contexto general en que se sitúa este informe, con una visión de la situación de la demanda conducente a que la tasa de crecimiento del PIB puede situarse a un nivel sensiblemente análogo al del año anterior, o, incluso, marginalmente por encima, se atribuye a la industria un crecimiento del 3,0 %.

La evolución de los servicios, por último, se mantiene dentro de la línea característica de su comportamiento en los últimos años, con tasas de crecimiento próximas al 2,0 %. No obstante, la evolución más sostenida de algún subsector, como el de hostelería -debido al ex-

celente año turístico—, y la expectativa comentada de una cierta recuperación de la demanda interior en la segunda parte del año, permiten estimar un crecimiento medio para el sector de servicios, ligeramente superior al de 1983. Aunque esta estimación implica un nuevo aumento de la productividad aparente del sector terciario por persona ocupada en el mismo, su nivel medio —en torno al 2,5 %— sigue muy por debajo del promedio de los otros sectores. Como ya se ha señalado en varias ocasiones desde las páginas de este Boletín, en algunas ramas de servicios se están registrando, en los últimos años, importantes ganancias de productividad, al tiempo que se ha ido reduciendo la capacidad del sector para absorber la mano de obra desplazada desde el resto de la economía. Ya en 1983, el sector terciario dejó de generar empleo —la tasa de crecimiento de su población ocupada fue cero—, y, en 1984, posiblemente registrará alguna pérdida de puestos de trabajo; pero los indicadores de actividad disponibles parecen confirmar la hipótesis de que ello no se producirá con un descenso de la actividad del sector, sino con un crecimiento moderado de su productividad.

4. Empleo

Según la Encuesta de Población Activa, durante el primer semestre del año en curso, el empleo (1) total de la economía se redujo en 282.000 personas, pero, corregido el cambio producido en el tratamiento que da la EPA a los trabajadores eventuales agrarios (ver *Boletín Económico* de septiembre), la caída real del empleo debió de ser del orden de las 160.000 personas, lo que supone un descenso del 1,5 % sobre el primer semestre de 1983.

El empleo de los sectores privados se redujo, durante el primer semestre, en 172.000 personas, lo que supone una caída del 3 % en relación al mismo período del año anterior (–2,3 % en el primer semestre de 1983), debido a un descenso de 148.000 asalariados (–5,1 %) y 25.000 no asalariados (cuya media semestral crece un 1 % sobre el mismo período de 1983, debido a las tasas de crecimiento positivas que arrojaron en la segunda mitad del año pasado). Es de señalar que, durante el primer semestre, los asalariados del sector privado han mostrado tasas fuertemente negativas en casi todos los sectores, siendo en esta categoría profesional donde se sitúa el grueso de las reducciones de empleo durante el período considerado.

(1) En el *Boletín Económico* del mes de septiembre, se analizaron con detalle los resultados de la EPA en el primer semestre del año, por lo que aquí se recoge solo un breve resumen de los mismos.

La ocupación privada en la agricultura se redujo, durante el período considerado, en 78.000 personas (–4,3 %), 29.000 de las cuales fueron asalariados y 49.000 no asalariados, lo que parece confirmar que la agricultura vuelve a reducir el volumen de puestos de trabajo a los ritmos intensos del pasado. Los sectores privados no agrarios redujeron su ocupación en 94.000 personas (–2,6 %), debido a una caída de 118.000 asalariados (–4,6 %) y un crecimiento de 24.000 de los no asalariados, la mayor parte de los cuales se sitúa en el sector servicios. La industria redujo su ocupación en 45.000 personas (–2,8 %), rompiendo la tendencia a la desaceleración en la pérdida de puestos de trabajo que se venía registrando durante los dos últimos años. El empleo de la construcción, con una reducción de 16.000 personas (–7,6 %), muestra la mala situación por la que viene atravesando el sector. Por último, los servicios redujeron su ocupación en 33.000 personas (–1,4 %).

5. Precios, costes y rentas

Durante la primera parte del año, el Índice de Precios al Consumo registró una importante desaceleración, como resultado de la disminución en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos sin elaborar y de los precios de los productos no alimenticios no energéticos. El elemento más destacado en este proceso de desaceleración de la inflación fue la fuerte inflexión registrada por las tasas de crecimiento de los precios de los bienes industriales, cuyo alto nivel, en los últimos años, constituía el principal factor de inercia de la inflación interior.

Sin embargo, los datos del Índice de Precios al Consumo correspondientes a los meses de julio y agosto han significado una cierta interrupción en este proceso, que venía arraigando con fuerza desde principios del año. El fuerte crecimiento experimentado por el índice general en el mes de julio es atribuible, en su mayor parte, al intenso crecimiento experimentado por el componente de los alimentos sin elaborar, como resultado del comportamiento desfavorable de los precios de algunos productos con fuerte ponderación en el índice, debido, en cierta medida, al retraso relativo de sus cosechas en esta campaña. Pero, a la vez, aparecían también ciertos síntomas de estancamiento en el proceso de desaceleración de los precios de los productos industriales, con aceleración, incluso, en algunos productos concretos.

Por su parte, los datos correspondientes al mes de agosto han reflejado una cierta compensación de la aceleración experimentada en el mes anterior por los precios de los alimentos sin elaborar, confirmando así

la existencia de un cierto desplazamiento en el calendario de las cosechas. Asimismo, han confirmado la consolidación en el proceso de desaceleración del componente no alimenticio del IPC. Hay que señalar que esto ha sido debido, principalmente, a la favorable evolución de los precios de los servicios, cuyos ritmos de crecimiento vienen descendiendo desde finales del año anterior. Se mantienen, sin embargo, los síntomas, apuntados en el mes anterior, de paralización en el proceso de desaceleración de los precios de los productos industriales no energéticos.

Así, en los ocho primeros meses del año para los que se posee información, el Índice Global de Precios al Consumo experimentó un crecimiento acumulado del 9,9 % en tasa anual, calculada sobre la serie desestacionalizada, frente al 10,2 % registrado en el mismo período del año anterior. Sin embargo, la comparación es más significativa si se realiza distinguiendo entre los componentes alimenticio y no alimenticio. El componente alimenticio ha experimentado, en este período, un crecimiento acumulado del 12,1 %, en tasa anual de la serie desestacionalizada, frente al 8,7 % en los mismos meses del año anterior, mientras que el componente no alimenticio registró una tasa anual de crecimiento acumulado, en la serie desestacionalizada, del 8,5 % frente al 11 % registrado en el mismo período del año anterior.

Estas cifras reflejan que, mientras, en el año 1983, las ganancias en la desaceleración de la inflación fueron atribuibles a un comportamiento favorable de los precios de los alimentos frente a una mayor inercia en el

componente no alimenticio, la evolución registrada por estos componentes, en el período transcurrido del presente año, ha sido la contraria. Es el componente alimenticio el que, por su desfavorable evolución en los dos últimos meses, aparece como el principal factor de perturbación en la tendencia a la desaceleración del índice general (1).

Los diferenciales de inflación frente a la OCDE y a la CEE han registrado, en los doce meses que terminan en julio de 1984, un ligero empeoramiento atribuible al comportamiento del índice en este último mes. Sin embargo, es previsible que el año finalice con cierta reducción en dichos diferenciales.

La consideración del proceso de formación de los precios a partir de los costes aporta una sólida base para una previsión de mantenimiento de la tendencia a la desaceleración de la inflación, a pesar de las desvia-

(1) Finalizada la elaboración de este informe, se ha conocido el IPC correspondiente al mes de septiembre. Con este nuevo dato, el crecimiento acumulado y elevado a anual de la serie desestacionalizada se sitúa en un 9,7 % frente al 10,8 % registrado durante los nueve primeros meses del año anterior, confirmándose así, claramente, la tendencia dominante, a lo largo de todo el año, a la desaceleración de la inflación. La favorable evolución durante el mes de septiembre ha sido debida a que, por un lado, el componente alimenticio ha registrado tasas negativas de crecimiento que han compensado parcialmente su desfavorable comportamiento durante los dos meses anteriores, y a que, por otro lado, se ha confirmado la tendencia a la desaceleración del componente no alimenticio.

8. Índice de precios al consumo (a)

Tasas de variación

	General (100 %)	Alimentos (40,5 %)	No alimenticios (59,5 %)	Industriales (31,28 %)	Industriales no energéticos (25,96 %)	Energía (5,32 %)	Servicios (28,20 %)
1982 (Ø)	14,4	15,0	14,1	12,6	13,1	10,6	15,7
1983 (Ø)	12,2	10,7	13,0	13,4	12,7	16,1	12,6
1984 (Ø) (b)	11,8	13,3	11,1	10,9	10,8	11,0	11,3
1983 (b)							
I TR	13,2	11,3	14,2	15,0	11,8	49,8	13,4
II TR	10,7	11,2	10,4	10,9	13,2	0,2	9,2
III TR	9,2	4,2	12,0	11,1	13,2	—	13,3
IV TR	17,1	22,2	14,4	13,9	11,2	13,7	15,4
1984							
I TR	11,3	14,6	9,4	9,2	9,5	24,9	9,6
II TR	7,7	7,2	8,0	8,8	7,9	11,0	6,9
III TR	10,7	16,4	7,6	8,2	10,1	0,1	6,6

(a) Tasas intertrimestrales elevadas a ritmo anual. Para trimestres incompletos, se calculan como la media de los datos disponibles sobre el promedio del trimestre natural anterior.

(b) Media enero-agosto sobre mismo período del año anterior.

Fuente: INE.

9. Otros indicadores de precios

Tasas de variación

	Indice de Precios Industriales (a)				Indice de precios percibidos por los agricultores (b)
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes de intermedios	
1981 (Ø)	15,6	11,0	14,2	19,4	5,0
1982 (Ø)	12,4	12,4	12,7	12,4	15,7
1983 (Ø)	14,0	12,8	13,1	15,0	9,0
1984 (Ø)	13,5 (c)	12,0 (c)	10,8 (c)	15,2 (c)	13,9(d)
1982					
I TR Ø	11,4	12,2	12,7	9,9	15,5
II TR Ø	10,3	12,2	13,2	8,4	35,9
III TR Ø	8,7	11,2	10,8	6,6	8,0
IV TR Ø	15,0	12,8	12,6	18,0	6,0
1983					
I TR Ø	19,0	13,9	17,4	22,0	0,1
II TR Ø	11,1	13,4	11,8	9,5	-1,6
III TR Ø	12,3	13,0	10,5	12,2	13,6
IV TR Ø	18,2	10,9	11,8	25,8	30,9
1984					
I TR Ø	13,0	11,3	11,1	13,6	12,8
II TR Ø	10,3	12,2	7,8	10,0	-2,6

(a) Ultimo dato disponible: junio.

(b) Ultimo dato disponible: agosto.

(c) Enero-junio de 1984 sobre enero-junio de 1983.

(d) Enero-agosto de 1984 sobre enero-agosto de 1983.

Fuente: INE y Ministerio de Agricultura.

ciones sufridas en los meses de julio y agosto. Por un lado, todos los indicadores salariales reflejan la existencia, en el año en curso, de un importante ajuste salarial. Los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos hasta el 30 de septiembre alcanzaban un nivel medio del 7,6 % frente al 11,5 % registrado en el mismo período del año anterior. Esta desaceleración en las tarifas salariales —cercana a los cuatro puntos— se manifiesta con una intensidad similar en las estimaciones de ganancias salariales de la Encuesta

de Salarios. Así, la ganancia media por persona, en el segundo trimestre de 1981, se sitúa un 10,4 % por encima del nivel del mismo trimestre del año anterior, mientras que esta misma tasa, durante el año anterior, se situaba en el 13,6 %, de forma que el índice de ganancia media por persona deflactado por el IPC ha experimentado un descenso del 0,9 % en los 12 meses que acaban en junio de 1984. Los datos disponibles sobre el coste salarial en la construcción reflejan una

11. Indicadores salariales (a)

Tasas de variación

	Ganancia media por hora	Ganancia media por persona	Salarios pactados en convenios	Jornales agrícolas	Coste salarial en la construcción
1981 (Ø)	19,0	15,4	13,2	11,9	15,1
1982 (Ø)	15,4	14,0	11,9	9,3	13,4
1983 (Ø)	15,2	13,7	11,6	9,0	12,3
1984 (Ø)	14,0 (b)	11,7 (b)	7,7 (c)	10,5 (d)	7,2 (e)
1983					
I TR	11,9	11,1	11,5	6,7	12,8
II TR	13,0	13,6	11,6	6,8	12,3
III TR	19,4	15,8	10,9	10,5	11,6
IV TR	16,5	14,6	11,5	11,8	11,5
1984					
I TR	13,4	13,3	8,3	11,7	7,9
II TR	14,4 (b)	10,3 (b)	7,8	9,9	6,7 (e)
III TR	...	...	7,4 (c)	8,3 (d)	...

(a) Las tasas de variación trimestrales están calculadas sobre el mismo trimestre del año anterior. Para trimestres incompletos, se calculan como la media de los datos disponibles sobre el promedio del mismo trimestre de 1983.

(b) Ultimo dato disponible: media móvil abril, mayo y junio.

(c) Ultimo dato disponible: septiembre.

(d) Ultimo dato disponible: agosto.

(e) Ultimo dato disponible: mayo.

Fuente: INE, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Ministerio de Agricultura y SEOPAN.

desaceleración más intensa, de manera que, en los cinco primeros meses de 1984, ha experimentado un crecimiento medio del 7,2 % respecto al mismo período del año anterior. En cambio, los jornales agrícolas, que durante el año anterior registraron tasas muy

10. Índice de precios al consumo: España y OCDE

Tasas de variación

	Tasas anuales		Doce meses que acaban en JUL de 1984	Seis meses que acaban en JUL de 1984	Tasas mensuales			
	1982	1983			ABR	MAY	JUN	JUL
España	14,4	12,2	12,8	9,2	0,6	0,5	0,7	1,7
Total OCDE	7,8	5,3	5,3	5,5	0,6	0,4	0,3	0,5
OCDE - Europa	10,5	8,2	7,8	7,1	0,9	0,6	0,6	0,2
CEE	9,8	7,3	6,2	4,5	0,7	0,4	0,4	0,2

Fuente: INE y OCDE.

moderadas, este año presentan ritmos de crecimiento muy similares a los del resto de la economía.

Este comportamiento salarial, unido a las fuertes ganancias en la productividad media observada que se derivan del crecimiento estimado del valor añadido y de la caída de la ocupación, permite prever un crecimiento medio, en el conjunto del año, del coste nominal del trabajo por unidad de producto en torno al 6 %, que, frente al 10,1 registrado durante el año anterior, implica una fuerte desaceleración de este componente fundamental en la determinación de los costes medios de producción.

Por su parte, la mayor estabilidad del tipo de cambio de la peseta durante 1984 ha repercutido en una notable desaceleración de los precios en pesetas de los productos importados, para los que se puede estimar una tasa de crecimiento anual del 11,5 % frente al 21 % experimentado durante el año anterior, reduciéndose, en consecuencia, la presión alcista que este componente de los costes ejerció en el año precedente.

Esta desaceleración en los costes del trabajo y en los precios de los productos importados se está viendo, sin embargo, parcialmente compensada por la mayor contribución de los precios de los productos de origen agrario y por la intensificación de la contribución relativa de la presión fiscal indirecta en la formación de los precios. Con todo, el indicador de costes puede experimentar, en 1984, una desaceleración superior a los tres puntos, que podría haber sido incluso mayor, de no haberse registrado la desfavorable evolución de los precios de productos agrarios.

Así, durante 1984, la desaceleración de costes está siendo sensiblemente más acusada que la registrada por los diferentes índices de precios finales. A ello puede estar contribuyendo, en cierta medida, la presión de la demanda exterior, que induce un fuerte crecimiento del deflactor de las exportaciones, pero que también se refleja sobre los precios de los productos destinados a la venta en el mercado interior. Esa diferencia de comportamiento expresa la existencia, durante el año, de un importante proceso de recuperación de los márgenes de explotación por unidad de producto, cuya magnitud y significado pueden contemplarse mejor desde la vertiente de la generación de rentas.

La estimación de la evolución de la remuneración de los asalariados durante 1984 permite prever una fuerte desaceleración en su tasa de crecimiento monetario, como resultado de la intensidad del ajuste salarial y de la desfavorable evolución del empleo asalariado.

La evolución de los salarios en el sector privado permite establecer una previsión de crecimiento medio del salario bruto por persona (incluyendo las cotizaciones a la Seguridad Social a cargo de los trabajadores) en torno al 9,5 % anual. En esta estimación se incorporan tanto los previsibles deslizamientos de salarios como el posible impacto de la entrada en vigor de algunas de las cláusulas de revisión automática introducidas en los convenios. Teniendo en cuenta el aumento de las cotizaciones de la Seguridad Social con cargo a los empleadores, así como el retroceso previsto en el empleo asalariado del sector privado, el crecimiento estimado del aumento de la remuneración de los asalariados en el sector privado se sitúa en un 5,3 %.

El incremento salarial por empleado en las administraciones públicas se estima en un 6,5 %, que, junto con deslizamientos salariales y con el aumento de los asalariados en el sector, sitúa la estimación del avance de la remuneración de los asalariados en las AAPP, en un 14 %. En consecuencia, el aumento total de las remuneraciones de los asalariados de la economía se estima en un 6,9 % para 1984, tasa que implica una fuerte desaceleración respecto del 11,8 % registrado en el año anterior.

Frente a un crecimiento del 6,9 % en la remuneración de los asalariados, el incremento estimado del excedente neto de explotación se sitúa en torno al 23 %, en 1984. Este fuerte crecimiento del excedente es el resultado del ajuste salarial experimentado durante el año, de las ganancias de productividad que acompañan a la caída del empleo, de la continuación en la tendencia al aumento del empleo no asalariado (en buena medida, por trasvases desde el trabajo asalariado) y de la favorable evolución de las rentas agrarias, que se han visto beneficiadas por la evolución del volumen de la producción y del comportamiento alcista de los precios de los productos agrarios.

La alteración experimentada por la distribución de rentas afecta especialmente a la renta disponible de las familias. La reducción, en términos reales, de la remuneración de los asalariados, que, como se ha dicho anteriormente, ha sido más acusada en la primera parte del año, se ha visto, en cierta medida, compensada por el comportamiento expansivo de las rentas distribuidas de la propiedad y de la empresa. Se puede estimar que esta rúbrica experimenta un crecimiento monetario en torno al 17,5 %, como resultado de la fuerte expansión de las rentas agrarias, del incremento de las rentas de los trabajadores autónomos no agrarios y del crecimiento de la masa de intereses y dividendos pagados a las familias.

Teniendo en cuenta la acción redistributiva del sector público y otras transferencias, la renta disponible de las familias puede experimentar, durante el año, un crecimiento del 10,2 %, que en términos reales significa una disminución del 0,7 %. Esta evolución, junto a los cambios en la estructura de las diferentes fuentes de renta y a la incidencia de la redistribución del sector público, puede ser coherente con una caída del consumo privado, en términos reales, del 0,5 %, que mantendría constante la tasa de ahorro.

6. La balanza de pagos por cuenta corriente

En el *Boletín Económico* del mes de junio, se analizó el comportamiento de la balanza de pagos por cuenta corriente en los cinco primeros meses del año 1984. Se señaló entonces la fuerte reducción del déficit corriente, como consecuencia de la drástica caída experimentada por el déficit comercial, así como por la mejora en el saldo de la balanza de servicios. Sólo la balanza de transferencias registraba un desarrollo desfavorable.

La información disponible en el momento actual se refiere al período enero-agosto, y puede decirse que las cifras de los tres últimos meses no han hecho más que confirmar el comportamiento observado hasta mayo. En efecto, el saldo de la balanza corriente, en los ocho primeros meses del año 1984, en términos del registro de caja (cuadro 12), ha pasado a ser positivo en 798 millones de dólares, lo que supone una mejora de 3.560 millones en relación con el mismo período del año anterior. Este resultado se debe a que la balanza comercial vio reducido su déficit en 2.743 millones de dólares, y la balanza de servicios incrementó su superávit en 1.009 millones; sólo las transferencias empeoraron su saldo positivo en 192 millones. De los distintos epígrafes, hay que destacar la evolución de los ingresos por turismo y viajes, que, entre los dos períodos de comparación, registraron un crecimiento, en dólares, del 13 %, así como, dentro de otros servicios, el apartado de suministros para transportes, cuyo saldo mejoró en 214 millones de dólares.

En los cuadros 13 y 14, se recoge la información de la Dirección General de Aduanas sobre el comercio de mercancías en el período enero-agosto, con el fin de analizar su evolución por grupos de productos y áreas económicas. Lo más destacado, dentro del fuerte crecimiento que están registrando las exportaciones a lo largo del año 1984, es, por grupos de productos, su carácter generalizado. Si se tiene en cuenta que la tasa de crecimiento del deflactor de las exportaciones de mercancías en la primera parte del año, en relación

12. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta corriente

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-AGO	
	1983	1984
Mercancías	-5.999,1	-3.256,4
Servicios	2.435,1	3.444,5
<i>Turismo y viajes</i>	3.911,0	4.594,8
<i>Rentas de inversión</i>	-1.505,3	-1.471,9
<i>Otros servicios</i>	29,4	321,6
Transferencias	801,1	609,5
Balanza corriente	-2.762,9	797,6

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

con igual período del año anterior, puede estar situada, en pesetas, en torno al 15 %, se tendrá una idea del fuerte aumento, en términos reales, de nuestras ventas de productos al exterior que implican las tasas de variación monetarias recogidas en el cuadro. No resulta fácil dar una explicación precisa de tan extraordinario desarrollo, pero lo cierto es que, a lo largo del año 1984, han confluído varios factores que, según ha demostrado la experiencia de los últimos años, inciden de forma positiva, con gran firmeza, en el comportamiento de nuestras exportaciones de mercancías. En primer lugar, la recuperación del comercio mundial en 1984 ha sido superior a la inicialmente prevista, mientras que la demanda interior española alcanzará, sin duda, tasas de variación real negativas. Si a ello se une el fuerte margen de competitividad que el comportamiento del tipo de cambio de la peseta ha otorgado a los productos españoles en los mercados mundiales en los cuatro últimos años —sin olvidar, por supuesto, los logros alcanzados en la lucha contra la inflación—, se tendrá una idea del conjunto de circunstancias que se han unido para hacer de la exportación de mercancías la variable básica en el mantenimiento del nivel de actividad de la economía española durante el año. Trabajos realizados en el Servicio de Estudios del Banco de España muestran que el componente tendencial de la serie de exportaciones está creciendo, a lo largo de todo el año 1984, a tasas muy elevadas, pero registrando, desde mediados del mismo, una acusada desaceleración en su ritmo de crecimiento. A este hecho pueden no ser ajenos, en primer lugar, algunos síntomas de agotamiento que se empiezan a observar en la economía mundial, que harán que, por término medio, el crecimiento de nuestros mercados de exportación en 1985 sea inferior al de 1984; también parece confirmada una cierta pérdida de competitividad de los productos españoles en los diferentes mercados a lo largo del año actual, y, por último, podrían estar apareciendo

13. El comercio exterior en el período enero-agosto de 1984

Análisis por grupos de productos

m.m.

	Exportaciones			Importaciones		
	ENE-AGO 1983	ENE-AGO 1984	% incremento	ENE-AGO 1983	ENE-AGO 1984	% incremento
Productos animales, vegetales y grasas	186,8	267,5	43,1	94,8	123,1	29,8
Productos de la industria alimenticia	92,5	132,1	42,8	66,8	93,7	40,2
Materias primas no energéticas para la agricultura	16,8	21,5	27,8	156,6	168,5	7,6
Productos energéticos	155,7	217,6	39,7	1.129,7	1.153,9	2,2
Otras materias primas y productos intermedios	658,1	911,0	38,4	611,6	762,2	24,6
Bienes de consumo no duradero	153,6	215,7	40,4	53,5	53,8	0,7
Bienes de consumo duradero	33,6	45,2	34,5	63,3	62,6	- 1,2
Automóviles	147,3	202,9	37,7	40,8	27,2	-33,2
Bienes de equipo	312,1	451,2	44,6	484,4	583,5	20,5
<i>Maquinaria</i>	181,8	275,0	51,3	402,8	469,8	16,6
<i>Transporte ferroviario</i>	2,5	2,0	-19,2	2,4	1,2	-51,3
<i>Transporte aéreo</i>	11,6	19,6	69,1	13,3	17,9	34,7
<i>Transporte marítimo</i>	49,8	69,2	39,0	1,6	3,8	142,5
<i>Transporte terrestre</i>	66,4	85,3	28,5	64,4	90,9	41,2
Otros productos	3,7	16,7	357,6	4,3	4,2	- 4,1
Total	1.760,3	2.481,3	41,0	2.705,8	3.032,7	12,1

Fuente: DGA y BE.

síntomas de recuperación en la demanda interior española. Todos estos factores, de confirmarse, harían que las exportaciones de mercancías terminasen el año con ritmos de crecimiento mucho más moderados que los registrados hasta ahora, pese a lo cual, el crecimiento medio anual, en términos reales, estaría en torno a la cifra del 18 %.

Las importaciones de productos no energéticos están teniendo, a lo largo de 1984, un comportamiento, en cierta medida, contrario al de las exportaciones. Su componente tendencial se está recuperando, con alguna vacilación, desde los meses de primavera. De confirmarse esta recuperación, la tasa media de crecimiento real que se alcanzaría en el año sería de un 7 %, aproximadamente, con un deflactor, en pesetas, que se incrementaría en torno al 11,5 %. Por grupos de bienes, destaca el aumento de las importaciones de productos animales, vegetales y alimenticios, así como de los productos intermedios. Es igualmente destacable el retroceso en la compra de todo tipo de bienes de consumo y el crecimiento de algunos bienes de equipo, especialmente material de transporte terrestre y maquinaria (crecimiento del 41 % y 22 %, respectivamente, en el período enero-agosto).

En cuanto a la importación energética, su tasa de variación monetaria, en los ocho primeros meses del

año, ha sido muy moderada: del 2,2 %, en pesetas y en relación con igual período del año anterior. El deflactor calculado por el Servicio de Estudios del Banco de España para ese período se incrementó en un 8,4 %, por lo que la caída real se cifra en el 5,7 %. Para los próximos meses, hay que esperar un aumento de los precios en pesetas, ya que la evolución de la cotización del dólar compensará sobradamente la caída del precio de la energía en los mercados internacionales. A esto habría que unir una cierta recuperación en la compra de productos en términos reales, pues, en la segunda mitad del año pasado, se produjo un retroceso muy acusado en esta magnitud (1).

En el cuadro 14, se recogen las cifras del comercio exterior, clasificadas según las principales áreas económicas que componen la economía mundial. El crecimiento de la exportación a los países de la OCDE está siendo muy elevado, en especial a los Estados Unidos. En ese país, destacan las ventas de productos interme-

(1) Los datos del mes de septiembre, recibidos una vez escrito este comentario, confirman el análisis hecho sobre las exportaciones de mercancías, pero arrojan serias dudas sobre la recuperación de las importaciones no energéticas, cuya tendencia muestra gran debilidad. Las importaciones de maquinaria mantienen la ligera recuperación a la que se alude en el texto.

14. El comercio exterior en el período enero-agosto de 1984

Análisis por áreas económicas

m.m.

	Exportaciones			Importaciones		
	ENE-AGO 1983	ENE-AGO 1984	% incre- mento	ENE-AGO 1983	ENE-AGO 1984	% incre- mento
OCDE	1.128,0	1.698,7	50,6	1.444,2	1.620,9	12,2
CEE	853,4	1.202,8	41,0	887,8	988,3	11,3
Estados Unidos	111,6	240,4	115,3	307,8	351,1	14,1
Otros	163,0	255,5	56,8	248,6	281,4	13,2
OPEP	260,3	250,6	-3,7	702,9	761,3	8,3
COMECON	52,9	75,3	42,4	94,8	106,1	11,9
Otros de América	97,0	95,5	-1,5	282,1	319,5	13,3
Resto del mundo	222,1	361,2	62,6	181,7	225,0	23,8
Total	1.760,3	2.481,3	41,0	2.705,8	3.032,7	12,1

Fuente: DGA.

dios, bienes de consumo no duradero y productos alimenticios, mientras que, en la CEE, los productos de mayor crecimiento son los del reino vegetal, energéticos, automóviles y maquinaria mecánica, esta última con una tasa de variación, en pesetas, del 114 % (como siempre, la tasa de variación se refiere al período enero-agosto, con respecto a los mismos meses de 1983). También es interesante señalar, aunque no sea una línea de exportación muy importante hacia los países de la CEE, el crecimiento de las ventas de material de transporte marítimo (713 %), habiéndose más que duplicado ya el volumen de ventas de todo el año 1983.

Del resto de áreas consideradas, hay que destacar, en el lado positivo, la exportación a los otros países de la OCDE y al COMECON. En el primero de estos mercados, todas las agrupaciones significativas están creciendo a ritmos muy elevados, mientras que en el segundo destacan los productos intermedios y la maquinaria. En cuanto a los países que forman los grupos de la OPEP y resto de América, hay que decir, en lo que a este último se refiere, que la tasa de variación negativa alcanzada hasta agosto se debe al fortísimo retroceso de las exportaciones de bienes de equipo (en 1983, fueron casi el 50 % del total de ventas en la zona), mientras que las exportaciones de productos intermedios (casi el 25 % del total) crecen a buen ritmo. El mercado formado por los países de la OPEP se está viendo determinado por la caída del precio del crudo, que no es suficientemente compensada por la ligera recuperación de su exportación, tras varios años de retrocesos reales elevadísimos. La carencia de divisas que ello origina —y que afecta gravemente a algunos países del grupo, con problemas de deuda exterior— hace que la importación de los países de la zona, en 1984, esté reduciéndose en términos reales. Todo esto incide sobre nuestra exportación, especialmente en lo

que a bienes intermedios y de equipo de refiere, ya que la venta de bienes de consumo mantiene un nivel más entonado.

Por el lado de las importaciones, la caída en la compra de productos energéticos determinó la evolución de nuestras importaciones procedentes de la OPEP y del resto de América, aunque estas últimas se ven, en parte, compensadas por el crecimiento alcanzado en la adquisición de materias primas no energéticas en general, tanto de las que van a la agricultura como de las demás. La baja tasa de crecimiento monetario que se observa en la importación de productos de la CEE se debe, básicamente, a la caída en la compra de productos energéticos y bienes de consumo. Del resto de los grupos, hay que destacar el crecimiento de la importación de maquinaria mecánica (29 %) y material de transporte terrestre, excluidos automóviles (44 %). Estas tasas monetarias implican, sin duda, avances reales muy importantes. En cuanto al mercado norteamericano, sólo hay dos grupos, dentro de los mínimamente significativos, que experimentan aumentos relevantes: los productos alimenticios y el material de transporte aéreo. Finalmente, sólo queda por destacar que la mayor tasa de crecimiento en la importación se ha producido en el grupo de países llamado «resto del mundo», en el que compramos, principalmente, productos energéticos y otras materias primas y productos intermedios, habiéndose producido en ambos grupos tasas de crecimiento en pesetas por encima del 25 %.

Del análisis realizado, se concluye que, en 1984, el saldo de la balanza comercial, en términos de transacciones, puede experimentar una reducción en su déficit, en relación con el año precedente, próxima a los 3.900 millones de dólares. Si el superávit de servicios se incrementa en unos 600 millones y el de transferencias se reduce, aproximadamente, en 400 millones, re-

sultaría, al final de año, un superávit por cuenta corriente cercano a los 1.600 millones de dólares. Para el próximo año, la tendencia observada en los componentes de nuestro comercio exterior apunta hacia una recuperación en la importación no energética y hacia una caída en la exportación hasta tasas de crecimiento más moderadas; su cuantía dependerá, en gran medida, del comportamiento de los mercados exteriores. En cualquier caso, el ajuste producido en la balanza corriente en el año 1984 será de tal intensidad, que el futuro de nuestros intercambios con el exterior puede mirarse con cierto optimismo.

7. La balanza de pagos por cuenta de capital

Tres rasgos destacan en la evolución de la balanza de pagos por cuenta de capital, durante los primeros ocho meses de 1984. Por una parte, el fuerte aumento del endeudamiento privado y público a largo plazo; en segundo lugar, el sustancial incremento de las entradas de capitales por inversiones extranjeras en España; y, por último, la continuación de un elevado ritmo de

crecimiento en la captación de depósitos en pesetas convertibles, por parte de la banca española. La intensa aportación de divisas a través de la cuenta de capital, junto con la ya comentada reversión del déficit de la balanza por cuenta corriente, se ha traducido en un incremento de las reservas exteriores españolas de 4.396,1 millones de dólares en el período objeto de comentario, frente a una pérdida de 933,1 millones de dólares para igual período del año 1983 (véase cuadro 15).

La financiación neta a largo plazo recibida del exterior ascendió, en el período enero-agosto de 1984, a 3.527,5 millones de dólares, con un incremento del 157 % respecto a igual período de 1983 (véase cuadro 16). Para dar una idea de la magnitud de esta cifra, baste su comparación con el déficit de la balanza comercial en el mismo período. En efecto, las entradas netas totales de capital a largo plazo (público y privado, por inversiones y créditos) superaron por sí solas, en los meses correspondientes a 1984, el montante del déficit comercial, mientras que, en el período enero-agosto de 1983, dichas entradas de capitales sólo financiaron el 22,9 % de dicho déficit.

Este aumento de la financiación recibida a largo plazo no ha sido homogéneo en todos sus componentes. Así, mientras se produjeron fuertes incrementos en los ingresos netos de divisas derivados de inversiones extranjeras y de créditos financieros, tanto del sector privado como del público, los créditos comerciales recibidos del resto del mundo registraron un saldo negativo en los ocho primeros meses de este año.

Los créditos financieros a largo plazo recibidos del exterior por el sector privado ascendieron, a finales de agosto de 1984, a 1.659,1 millones de dólares, frente a sólo 121,7 millones de dólares en igual período del año anterior. Esta evolución no ha sido igualmente sostenida durante los ocho meses aquí reseñados, registrándose un comportamiento muy diferente entre los cinco primeros meses de 1984 y los tres siguientes. En efecto, durante los cinco primeros meses de 1984, las entradas netas por créditos a largo plazo concedidos a prestatarios privados arrojaron un importe de 1.123,2 millones de dólares, mientras que, en los tres meses siguientes, sólo supusieron 355,5 millones de dólares de entradas netas adicionales. En esta evolución, ha debido de tener cierta influencia la opinión, bastante generalizada durante la primera parte del año, de una depreciación del dólar USA en el segundo semestre. El posible adelantamiento en las disposiciones que esta expectativa produjo, junto con los efectos disuasorios derivados de la progresiva disminución de los diferenciales entre los tipos de interés nacionales y extranjeros durante todo el año, tuvo que incidir en la reducción que se observa a

15. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta de capital

SalDOS en millones de dólares USA

	ENE - AGO	
	1983	1984
I. Balanza por cuenta corriente	-2.762,8	797,6
II. Capital a largo plazo	1.372,2	3.527,5
III. Capital a corto plazo	69,9	- 57,2
IV. Movimientos monetarios	1.601,7	-3.539,0
1. Variación de reservas (b)	933,1	-4.396,1
a) Centrales	839,8	-4.060,3
b) Posición entidades delegadas	93,3	- 335,8
2. Operaciones con el FMI	- 5,2	-
a) DEG asignados	-	-
b) Otras	- 5,2	-
3. Pasivos netos Circular 9-DE	- 77,5	- 124,5
4. Pasivos en pesetas de no residentes	751,3	981,6
5. Banco de España (1.a + 2)	834,6	-4.060,3
6. Instituciones bancarias privadas (1.b + 3 + 4)	767,1	521,3
V. Desfases contables, partidas no clasificadas y diferencias de valoración	- 281,0	- 728,9

(a) Según datos del Registro de Caja del Banco de España.

(b) Aumento (-).

16. Balanza de pagos (a)

Detalle capital directo a largo plazo

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - AGO	
	1983	1984
CAPITAL A LARGO PLAZO	1.372,2	3.527,5
Sector privado	856,6	2.406,0
Financiación recibida	1.271,4	2.763,9
Inversiones	890,8	1.285,1
Créditos	380,7	1.478,7
Comerciales	(198,7)	(-138,7)
Financieros	(121,7)	(1.659,1)
Financiación otorgada	-414,8	-357,9
Inversiones	-184,6	-165,7
Créditos	-230,2	-192,2
Comerciales	(-121,1)	(-87,2)
Financieros	(9,5)	(7,9)
Sector público	515,7	1.121,5
Financiación recibida	555,8	1.188,4
Financiación otorgada	-40,1	-66,9
PRO MEMORIA:		
Financiación recibida largo	1.827,2	3.952,3
Inversiones	890,8	1.285,1
Créditos	936,5	2.667,1
Financiación otorgada largo	-454,9	-424,8
Inversiones	-184,6	-165,7
Créditos	-270,3	-259,1

(a) Según datos del Registro de Caja del Banco de España.

partir de junio en la apelación del sector privado a los mercados financieros exteriores.

En el caso del sector público, la apelación a los mercados internacionales de capital presentó un comportamiento más sostenido, probablemente por estar menos influida por las condiciones financieras relativas y por depender en mayor medida de las necesidades propias. En todo caso, al igual que sucedió con el sector privado, el incremento neto de la financiación recibida por el sector público del exterior, durante el período de referencia, fue muy fuerte: concretamente, del 113,8 %.

El segundo rasgo más notable de los flujos de capitales en este período ha sido el aumento en un 44,3 % de los ingresos netos de divisas generados por inversiones procedentes del exterior, en términos de dólares. En concreto, la inversión directa experimentó un crecimiento del 40,5 %, y la inversión en cartera se multiplicó por más de seis, siempre con respecto al período enero-agosto de 1983. El auge bursátil y la baja relación cotización-dividendos de muchas de las sociedades que cotizan en bolsa ayudan a explicar esta entrada de

capitales exteriores. En relación a la inversión extranjera total, la inversión en cartera neta pasó de representar el 2,8 % durante el año 1983 (porcentaje semejante al de años anteriores, con excepción de 1979 y 1982, en que se registraron unos valores del 6,6 % y el 6,3 %, respectivamente), hasta el 11,4 % que alcanzó en el período enero-agosto de 1984.

En lo que respecta a la *financiación a largo plazo otorgada por la economía española al exterior*, siguió predominando la misma tónica de moderación que en el año 1983, con un volumen neto de créditos otorgados por el sector privado de 192,2 millones de dólares, en el mismo orden de magnitud que la cifra correspondiente a igual período de 1983. Lo mismo ocurre con las inversiones privadas en el exterior, donde habrá que esperar algunos meses para conocer la incidencia de la reciente liberalización de compras por residentes de títulos denominados en divisas.

Las operaciones crediticias de plazo inferior a un año dieron lugar a unas salidas de capital, entre enero y agosto de este año, de 57 millones de dólares, frente a unas entradas de casi 70 millones en igual período del año anterior. Esta evolución está determinada, principalmente, por la cancelación de créditos a corto plazo recibidos del exterior, más que por la concesión de nuevos créditos al exterior.

En la financiación canalizada *a través de la banca delegada*, interesa mencionar un triple fenómeno: el fuerte aumento de los créditos comerciales, una caída sustancial de los créditos financieros canalizados por la banca delegada, y la persistencia en el aumento del volumen de pasivos en pesetas de no residentes. En primer lugar, el incremento de los créditos comerciales netos (ver cuadro 17) se derivó de la financiación tanto de operaciones de exportación como de importación, estando las primeras en relación directa con la expansión de nuestro comercio exterior. En segundo lugar, la caída de la financiación obtenida a través de créditos financieros (en su inmensa mayoría, a más de un año) canalizados a través de la banca delegada debe de estar en relación con la mejoría en la situación de liquidez de las empresas y con las menores tensiones en los mercados internos de financiación en pesetas. No hay que olvidar que los prestatarios que acuden a la financiación en divisas intermediada por la banca residente comprenden un colectivo distinto y posiblemente más amplio que el de los que acuden directamente al mercado exterior, bien a través de créditos sindicados, bien a través de emisiones de obligaciones o bonos. Ello justifica que no exista contradicción entre el importante aumento, antes visto, de la apelación crediticia directa a largo plazo en divisas y esta caída en el recurso a través de la banca delegada. Por último, hay que desta-

17. Balanza de pagos (a)

Detalle de Pasivos netos Circular 9-DE

Millones de dólares USA

	ENE - AGO	
	1983	1984
Pasivos netos Circular 9-DE	- 77,5	-124,5
1. Créditos netos al Sector privado	-333,3	- 79,5
2. Créditos netos al Sector público	255,8	- 45,0
A. Créditos comerciales netos	-152,1	168,2
<i>De importaciones</i>	-104,5	77,9
<i>De exportaciones</i>	- 47,6	90,3
B. Créditos financieros netos	74,6	-292,7

(a) Según datos del Registro de Caja del Banco de España.

car, una vez más, el poderoso incremento registrado por los pasivos en pesetas de no residentes, con un aumento del 30,6 % respecto a la cifra ya elevada que se registró en igual período del año 1983.

Como se ha indicado anteriormente, las reservas exteriores españolas aumentaron 4.396,1 millones de dólares durante el período objeto de análisis, frente a una disminución de 933,1 millones entre enero y agosto de 1983. Dicho aumento se distribuyó entre los 4.060,3 millones de dólares en que se elevaron las reservas de divisas en poder del Banco de España y 335,8 millones de dólares de incremento en la posición en divisas de la banca delegada. Tras esta evolución, las reservas exteriores españolas a 31 de agosto de 1984 ascendieron a 15.624,4 millones de dólares, frente a los 10.596,6 millones de dólares a la misma fecha del año 1983.

8. La evolución del tipo de cambio de la peseta en los mercados cambiarios

Tras una caída en los tres primeros meses del presente año, el *dólar USA* continuó el proceso de apreciación iniciado a mediados de 1980. Las cifras que se recogen en el cuadro 18 son significativas de las proporciones de este movimiento alcista generalizado, que ha llevado a la divisa americana a registrar, en varias ocasiones durante el presente año, cotizaciones históricas frente a las monedas más significativas, incluyendo la peseta.

Quizás lo más destacable durante 1984 sea el hecho de que el factor que inicialmente había contribuido al proceso de apreciación de la divisa norteamericana —esto es, la existencia de diferenciales de interés favo-

rables a la colocación de activos denominados en dólares— no parece haber sido, en esta ocasión, el único responsable, ni tal vez el más importante, del alza del dólar USA. Estos diferenciales, aunque han aumentado ligeramente a lo largo del año, se encuentran muy por debajo de los vigentes en 1981 y 1982, y no parecen justificar por sí solos la intensificación del proceso de apreciación que se produjo a medida que avanzaba el año. Las causas del mismo hay que buscarlas, por lo tanto, en la confianza que la situación política, económica y financiera por la que atraviesa Estados Unidos transmite a los operadores en los mercados cambiarios internacionales y que se traduce en una demanda continua de su divisa.

El crecimiento del producto interior bruto americano en un 9 % anual durante la primera mitad del año y una tasa de inflación situada alrededor del 3 % en términos anuales permiten al dólar USA contrarrestar, por el momento, cualquier hecho que, en otras condiciones, podría ejercer una influencia negativa y modificar la orientación del mercado. En este sentido, el impacto de los déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos norteamericana, de un importe nunca registrado con anterioridad, y la incertidumbre generada por la crisis de algunas instituciones financieras americanas no consiguen sino, a lo más, interrupciones temporales en la tendencia alcista de su cotización.

En este contexto, el mercado exterior de la peseta continuó registrando, durante la mayor parte de 1984, la presión alcista que se inició en el segundo semestre de 1983. Como ya se ha indicado en anteriores boletines económicos, las causas más destacadas de este comportamiento han sido la propicia evolución de la balanza de pagos por cuenta corriente, junto a una intensa apelación a los mercados financieros internacionales por parte de los sectores privado y público, y la mayor confianza de los operadores, sustentada, entre otras cosas, por unas expectativas más favorables sobre el comportamiento de la inflación.

La moderación del alza de los precios españoles no fue tan intensa como para justificar una apreciación del tipo de cambio de la peseta que se hubiese traducido en una degradación excesiva de la competitividad precio de las exportaciones españolas, especialmente con relación a los países europeos. En consecuencia, las autoridades monetarias hubieron de intervenir en el mercado de cambios, tratando de moderar el alza de su moneda.

Desde una perspectiva temporal, tras una breve reacción alcista de cierta intensidad, el dólar USA inició, a mediados de enero, un proceso de depreciación generalizada que se prolongó hasta la segunda semana de

marzo. Durante este período, la apreciación de la peseta frente al dólar USA fue muy similar a la registrada en promedio por las monedas de la CEE y ligeramente superior al resto, lo que se tradujo en una apreciación del 4 % frente al mundo, del 2 % frente a las monedas que se cotizan en el mercado español, y de sólo un 0,7 % frente al Mercado Común. Al mismo tiempo, el aumento de las reservas en divisas convertibles, durante los dos primeros meses del año, fue de 938,5 millones de dólares.

Las presiones en favor de una apreciación de la peseta se vieron agudizadas ante la nueva orientación al

alza que el dólar USA registró en los mercados cambiarios internacionales a partir de la segunda semana del mes de marzo. No obstante, dentro de este período que cubre hasta el momento presente, cabe distinguir tres fases en el comportamiento del tipo al contado de la peseta. La primera, que abarca hasta mediados de abril o mayo —dependiendo de la agrupación que se considere—, se caracterizó por una apreciación de la peseta en términos medios ponderados, al tiempo que las reservas de divisas aumentaban en 1.265,1 millones de dólares entre marzo y mayo.

La influencia negativa que esta evolución ejercía so-

18. Evolución de la cotización al contado de las principales monedas

Apreciación (+) depreciación (-) del dólar USA y de la peseta

	Dólar USA				Peseta					
	Semana 8-12 OCT 84		SEP-84		Semana 8-12 OCT-84			SEP-84		
	% c/24-30 DIC-83	% s/26-30 MAY-80	% s/DIC 1983	% s/MAY 1980	% s/24-30 DIC-83	% s/6-12 DIC-82	% s/10-14 MAY-79	% s/DIC 1983	% s/DIC 1982	% s/MAY 1979
Peseta/Dólar USA (a)	9,34	146,15	7,54	139,76	-8,54	-25,79	-61,65	-7,01	-25,85	-61,10
Dólar canadiense (b)	5,91	13,67	5,33	11,94	-3,14	-20,93	-56,28	-2,05	-21,32	-55,79
Franco francés	12,48	128,24	10,66	121,85	2,87	1,90	-17,27	2,89	0,39	-18,16
Libra esterlina(c)	17,06	91,36	13,91	82,88	7,06	-1,95	-35,63	5,95	-4,70	-36,40
Libra irlandesa (c)	12,12	133,68	10,25	124,63	2,55	1,26	-21,39	2,55	-0,38	-21,88
Franco suizo	15,88	53,50	13,76	50,25	5,98	-8,93	-43,30	5,79	-9,73	-43,73
Franco belga (d)	11,13	118,86	8,99	111,83	1,63	-3,02	-21,20	1,33	-4,76	-22,39
Marco alemán	12,26	73,45	9,99	68,72	2,67	-5,85	-37,70	2,27	-7,35	-38,36
Lira italiana (d)	14,28	128,53	12,03	121,52	4,52	0,69	-13,70	4,16	-0,96	-14,74
Florín holandés	12,53	77,98	10,53	72,75	2,92	-3,71	-35,43	2,77	-5,32	-36,21
Corona sueca	8,06	108,03	6,35	103,44	-1,18	-12,20	-24,15	-1,10	-13,54	-24,10
Corona danesa	12,07	101,49	10,09	95,58	2,49	-3,26	-19,89	2,36	-4,74	-20,97
Corona noruega	14,64	82,43	11,51	75,39	4,85	-5,53	-34,22	3,69	-9,11	-35,45
Marco finlandés	9,01	74,31	7,15	69,93	-0,30	-11,68	-38,97	-0,37	-13,02	-39,06
Chelín austriaco (d)	11,84	70,82	9,66	66,21	2,28	-5,98	-40,52	1,96	-7,44	-41,16
Escudo portugués (d)	22,21	231,19	19,68	220,40	11,78	28,26	26,63	11,27	26,11	24,00
Yen japonés (d)	6,34	11,29	4,68	7,47	-2,74	-24,54	-55,76	-2,66	-24,87	-56,28
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO										
NOMINAL FRENTE A:										
Mundo	...	...	...	...	-3,09	-15,75	-48,57	-2,36	-16,52	-48,45
Países desarrollados	...	...	...	...	0,98	-7,89	-36,79	1,08	-9,23	-37,18
CEE	...	...	...	...	3,62	-1,56	-26,87	3,29	-3,40	-27,70
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO										
REAL (PR. CONSUMO):										
Países desarrollados (p)	...	...	...	...	...	...	...	4,26	-1,32	-21,13
CEE (p)	...	...	...	...	...	...	...	6,58	4,73	-11,14

(a) Las columnas 1 a 6 recogen la apreciación (+) o depreciación(-) del dólar USA frente a la peseta, las columnas 7 a 14 la apreciación (+) o depreciación (-) de la peseta frente al dólar USA.

(b) Dólares USA por 100 unidades nacionales.

(c) Dólares USA por unidad nacional.

(d) Pesetas por 100 unidades nacionales.

(p) Provisional.

bre la competitividad precio de nuestras exportaciones aconsejó a las autoridades a adoptar, a partir de entonces, una actitud más agresiva que favoreciese una moderación en el comportamiento de la peseta. Como consecuencia de ello, el valor medio ponderado de la peseta se depreció frente a las tres agrupaciones, hasta comienzos de agosto. No obstante, el fortísimo aumento de las reservas de divisas en el mes de julio (977,6 millones de dólares, tras un incremento de 194,6 millones en junio) y los problemas de instrumentación de la política monetaria que venían derivándose de la evolución del sector exterior propiciaron una estrategia cambiaria más laxa, que permitió una ligera apreciación de la peseta respecto al Mercado Común. Durante esta tercera y última fase, que se prolonga hasta el momento de cerrar este comentario, el aumento de las reservas de divisas fue superior a 1.200 millones de dólares.

Durante los nueve meses y medio transcurridos del presente año, la peseta experimentó una depreciación del 8,5 % respecto al dólar USA, habiéndose apreciado en un 2,7 % frente al marco alemán, en un 2,9 % frente al franco francés y en un 7,1 % respecto a la libra esterlina. Frente al dólar canadiense y al yen japonés, la peseta se depreció alrededor de un 3 %. En términos ponderados, la peseta se depreció frente al mundo un 2,9 % y se apreció un 3,7 % respecto a la CEE, y un 1 % respecto a los países desarrollados. Por último, el aumento experimentado en las reservas exteriores, entre finales de 1983 y la segunda semana de octubre de 1984, fue de 4.536,3 millones de dólares.

Esta evolución se ha producido en un contexto caracterizado por la inexistencia de tensiones en el mercado interior de dinero, con un crecimiento de los activos líquidos en manos del público en el límite de la banda superior. La presión alcista de la peseta se produjo, por lo tanto, a pesar del descenso continuo en los tipos de interés a corto, que situó el tipo interbancario casi seis puntos porcentuales por debajo del nivel correspondiente al mes de diciembre de 1983. Como, por su parte, la mayoría de los tipos de interés internacionales a corto se elevaron a lo largo del año, el diferencial descubierto entre aquel y estos se redujo con intensidad entre finales de 1983 y la segunda semana de octubre de 1984. Así, el tipo de interés interbancario a un mes de la peseta se redujo cerca de 8 puntos porcentuales, tanto en relación al eurodólar como en términos medios ponderados respecto a las principales divisas en que está denominada nuestra deuda exterior.

Como reflejo de la evolución que se acaba de describir, el descuento de la peseta se redujo progresivamente a lo largo de los nueve primeros meses y medio de 1984, pasando el descuento a un mes frente al dólar

USA del 8,1 % al 2,4 %, entre el término de 1983 y la segunda semana de octubre de 1984, y el descuento medio ponderado frente a las principales divisas, del 19,5 % al 4,4 %. El exceso de la oferta de moneda extranjera sobre la demanda se hizo sentir también en el mercado a plazo, traducándose en un cambio de signo radical de los compromisos a plazo del Banco de España. En efecto, la posición neta vendedora que éste mantenía a finales de 1983, cercana a los 800 millones de dólares, se transformó en compradora a principios de mayo. Tras alcanzar su valor máximo a comienzos de julio, la posición compradora neta del Banco de España se redujo progresivamente con posterioridad, hasta octubre.

El tipo de cambio efectivo real de la peseta, por último, registró, a lo largo de los nueve primeros meses del año, una apreciación respecto a los países desarrollados y a la CEE, del 4,7 % y el 7,3 %, respectivamente, si se mide esta magnitud utilizando los índices de precios al consumo. A este movimiento alcista del índice efectivo real contribuyó la mayor elevación de los precios españoles respecto a los extranjeros (en un 3,5 %, aproximadamente), y, en menor medida, la apreciación, antes comentada, del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta.

9. Actividad presupuestaria del Estado

Hasta el mes de agosto, el déficit de las operaciones no financieras del Estado se elevó a 1.064,0 m.m., de los que 982,4 m.m. corresponden al déficit acumulado en el primer semestre, y el resto (81,6 m.m.) a los dos meses siguientes, si bien en agosto se registró un superávit de 136,2 m.m. Con respecto al déficit de los ocho primeros meses de 1983, se ha producido un aumento de 206,0 m.m., resultado de unos incrementos de los ingresos y pagos no financieros del 19,1 % y 20,5 %, respectivamente (véase cuadro 19).

El crecimiento de los ingresos no financieros, aunque está distorsionado, en alguna medida, por la cesión de tributos a las comunidades autónomas, resulta indicativo de la evolución de los ingresos y del grado de cumplimiento de las previsiones presupuestarias. A este respecto, puede señalarse que la recaudación no alcanza los crecimientos proyectados, afectando la desviación a todas las grandes rúbricas de los ingresos, aunque reviste más intensidad en los casos de los impuestos indirectos y las tasas.

Los impuestos directos se han incrementado, hasta agosto, en un 18,9 %, desglosándose en unos crecimientos del 22,5 % en los impuestos que gravan la

19. Estado. Ingresos y pagos no financieros

	ENE-AGO	
	1983	1984
Saldo operaciones no financieras	-858,0	-1.064,0
Ingresos	2.278,9	2.715,0
Impuestos	2.029,7	2.387,0
Tasas y otros ingresos	107,3	126,8
Transferencias	67,5	105,9
Otros ingresos	74,4	95,3
Gastos	3.136,9	3.778,9
Consumo público	868,3	897,1
Transferencias corrientes	1.495,2	1.968,2
Gastos de capital	623,0	677,0
Otros gastos	150,5	236,6

renta de las personas físicas y del 14,6 % en los impuestos que gravan la renta de sociedades, y en una disminución del 36,6 % en los impuestos sobre el capital (estos, aunque son poco importantes, están afectados por la cesión de tributos mencionada). Las retenciones sobre rentas de trabajo han crecido en 25,2 %, en tanto que la cuota diferencial sobre la renta de las personas físicas ha aumentado en un 12,3 %. La recaudación por renta de sociedades combina unos crecimientos del 11,9 % de las retenciones sobre rentas del capital y del 16,6 % de la cuota diferencial (véase cuadro 20).

Los impuestos indirectos han crecido en un 16,3 %, quedando este porcentaje reducido al 10,3 % cuando se considera la recaudación neta, es decir, deducidos los pagos por desgravación fiscal a la exportación, cuyo aumento, del 45,8 %, refleja la evolución tan favorable de las ventas al exterior. Los distintos impuestos indirectos registran comportamientos muy dispares, como consecuencia no solo de diferentes proyecciones presupuestarias y desviaciones respecto a ellas, sino también porque las desgravaciones a la exportación y las cesiones a los entes autonómicos no inciden en todos los impuestos. Así, frente a los aumentos del 38,1 % en el ITE, del 35,7 % en los impuestos especiales sobre consumo y del 7,3 % en los derechos aduaneros, se registran caídas del 36,8 % en las rentas por monopolios, del 21,9 % en transmisiones patrimoniales y del 2,0 % en los impuestos sobre el lujo. En conjunto, como se ha indicado, los impuestos indirectos crecen sensiblemente por debajo de las previsiones, sobre todo cuando se consideran netos de desgravación a las exportaciones.

En cuanto al resto de los ingresos no financieros, las tasas han crecido solo en un 18,1 %, muy por debajo también de lo previsto, en tanto que las transferencias lo han hecho en un 57,0 %, como consecuencia, pri-

20. Estado. Ingresos no financieros

	ENE-AGO		Crecimiento 84/83
	Importe		
	1983	1984	
INGRESOS NO FINANCIEROS	2.278,9	2.715,0	19,1
Impuestos directos	990,1	1.177,6	18,9
S/ Renta personas físicas	741,3	907,9	22,5
Ret. trabajo personal	538,6	674,5	25,2
Ret. rentas de capital	84,6	94,7	11,9
Fraccionamientos	18,9	27,3	44,0
Cuota diferencial	99,2	111,4	12,3
S/ Renta de sociedades	203,6	233,5	14,6
Ret. rentas de capital	84,6	94,7	11,9
Cuota diferencial	119,1	138,8	16,6
S/ Capital	26,2	16,6	-36,6
Sucesiones	14,2	8,1	-42,8
Patrimonio	12,1	8,5	-29,2
Otros	19,0	19,6	3,1
Impuestos indirectos	1.039,6	1.209,4	16,3
Trans. patrim. y ac. jur. doc.	87,7	68,5	-21,9
ITE	310,9	429,3	38,1
S/ Consumo	326,2	398,3	22,1
Especiales	208,6	283,1	35,7
Lujo	117,6	115,2	-2,0
Aduanas	258,9	277,8	7,3
Monopolios	55,8	35,3	-36,8
Tasas y otros ingresos	107,3	126,8	18,1
Transferencias	67,5	105,9	57,0
Otros ingresos	74,4	95,3	28,0
De dotaciones Crédito Oficial	51,7	61,9	19,7
Dividendos y otras rentas	9,8	15,0	53,7
Otros	13,0	18,4	41,5

mordialmente, de la evolución de las contribuciones concertadas.

En contraste con lo afirmado para los ingresos, el crecimiento de los pagos no financieros, por diversas razones, resulta poco significativo para valorar la actividad del Estado hasta el mes de agosto, y tanto menos cuanto más se desciende en el desglose de las partidas. Al problema de la redistribución del gasto por la transmisión de competencias a las comunidades autónomas, hay que unir el diferente ritmo de ejecución presupuestaria en 1983 y 1984, dada la entrada en vigor retrasada del presupuesto del año pasado. Por otra parte, hay que considerar los efectos de la cumplimentación de la Ley 3/1983 en ambos años, y también, por lo que respecta al pago de intereses, las pautas distintas que se están siguiendo en la financiación del déficit. Por tanto, el cuadro 21, en el que se compara la evolución de los pagos entre 1983 y 1984, tiene una lectura

21. Estado. Pagos no financieros

m.m., %

	ENE - AGO		
	Importe		Crecimiento 84/83
	1983	1984	
TOTAL PAGOS (ORDENADOS)	3.136,9	3.778,9	20,5
Consumo público	868,3	897,1	3,3
Remuneraciones de personal	754,8	757,5	0,3
Sueldos	592,8	568,4	- 4,1
Clases pasivas	162,1	189,0	16,6
Compra de bienes y servicios	113,4	139,6	23,1
Transferencias corrientes	1.495,2	1.968,2	31,6
Presupuestarias	1.219,7	1.622,4	33,0
Presupuesto corriente	1.185,9	1.583,4	33,5
A: OAA	297,7	356,7	19,8
<i>Seguridad Social</i>	411,9	465,5	13,0
<i>Entes territoriales</i>	245,3	370,2	50,9
<i>Empresas</i>	89,8	180,1	100,4
<i>Familias e i.s.f.l.</i>	97,5	138,9	42,5
<i>Otras</i>	43,7	72,0	64,9
Período ampliación	33,8	39,0	15,4
Desgravación fiscal exportación	176,7	257,6	45,8
Otras	98,8	88,1	-10,8
Pagos de capital	623,0	677,0	8,7
Inversiones reales	292,0	256,4	-12,2
Transferencias	331,0	420,6	27,1
Presupuesto corriente	295,1	403,5	36,7
A: OAA	85,1	87,8	3,1
OAC	110,2	142,3	29,2
<i>Entes territoriales</i>	25,1	51,6	105,4
<i>Empresas</i>	70,1	105,2	50,1
<i>Otras</i>	4,6	16,6	262,0
Período de ampliación	35,9	61,9	72,2
Otras	-	-44,8	-
Otros pagos	150,5	236,6	57,2
Intereses de cédulas	74,3	84,5	13,7
Otros intereses	75,6	151,0	99,8
Otros	0,6	1,1	84,4

compleja y no ofrece una base fiable para estimar los resultados de la actividad del Estado para el conjunto del año. Cabe, no obstante, resaltar en el mismo el fuerte crecimiento de los gastos de transferencias, tanto corrientes como de capital, en detrimento de la demanda final del Estado, tanto del consumo público como de la inversión. En el caso de esta última, su decrecimiento del 12,2 % se explica por el lento ritmo al que se están ejecutando estos gastos durante el ejercicio en curso. Por último, el intenso crecimiento del pago de intereses está determinado por la emisión de pagarés del Tesoro como recurso fundamental para la financiación del déficit.

10. La financiación de la economía

En el transcurso de los nueve primeros meses del año 1984, a medida que ha desaparecido el desequilibrio exterior, la economía española ha experimentado una mutación en el signo de los intercambios con el resto del mundo de recursos de capital, y ha puesto a disposición del exterior una masa de ahorro equivalente al superávit alcanzado en la balanza por cuenta corriente. Asimismo, en el período señalado, se ha agrandado la magnitud del déficit público, exigiendo un montante más considerable de ahorro proveniente de otros sectores internos. Estos han aportado una cuota creciente de sus excedentes netos, que han variado de signo en algunos casos. Así, el sistema financiero ha transformado el saldo de sus cuentas de explotación, cerrando el período con beneficios, como consecuencia, básicamente, de la mejora de los resultados del Banco de España, que se ha visto liberado de una parte de la carga de financiación del déficit público. Las familias e instituciones sin fines de lucro han mantenido sus niveles de ahorro ante el estancamiento de su renta disponible, y las empresas no financieras han incrementado considerablemente sus excedentes liberando recursos de capital. El aumento de estos no ha supuesto una aceleración de las inmovilizaciones en activos productivos, sino que se ha transformado en una corriente de capital que ha discurrido hacia el exterior y las administraciones públicas, y que ha aportado una parte muy notable del ahorro trasvasado.

El encaje en los mercados de estos cambios en las transferencias de recursos de capital ha supuesto una notable complejidad en las corrientes de financiación, que se ha visto agrandada por un conjunto de operaciones puramente financieras. En efecto, a lo largo del primer semestre del año, el Estado procedió a asumir directamente una porción creciente de su financiación, colocando pagarés del Tesoro con el fin de sustituir los certificados de regulación monetaria emitidos por el Banco de España. Asimismo, en el mes de julio, dentro de la operación de reprivatización del grupo Rumasa, el Estado emitió 440 m.m. en deuda no negociable, y, con los recursos obtenidos, otorgó un crédito al «holding» para que éste amortizara préstamos, acudiera a ampliaciones de capital y realizara depósitos en garantía en los bancos de su propiedad, de forma que estos quedaran saneados. Por último, durante la primera parte del año, el Tesoro incrementó su recurso a los mercados financieros internacionales, y las empresas no financieras aumentaron su demanda de crédito en los mercados exteriores. En la medida en que las incertidumbres latentes en los mercados financieros internacionales no crearon las condiciones para materializar el incremento de recursos financieros frente al exterior en posiciones a largo plazo, dada la política cam-

biaría instrumentada por las autoridades monetarias y el sistema de control de cambios existente, una parte considerable de los fondos se mantuvo en posiciones de tesorería, acelerando el incremento de las reservas de divisas de la nación.

La articulación de los trasvases de ahorro anteriormente señalados, y la instrumentación de este entramado de operaciones financieras que, conjuntamente, implicaron una importante transferencia de fondos desde las familias y empresas hacia las administraciones públicas y el Banco de España, hubieran ocasionado, en circunstancias normales, una fuerte presión sobre los mercados financieros interiores. Esto no ocurrió, porque las autoridades promovieron un descenso en los tipos nominales de interés, una vez que culminaron la operación de consolidación de la deuda pública a corto plazo en los cinco primeros meses del año. Y así, los mercados financieros registraron una mejora en sus condiciones de precio y disponibilidad de recursos, a medida que se disiparon las incertidumbres y actuaron los factores de distensión derivados del restablecimiento del equilibrio en la balanza de pagos y de la caída en el ritmo de crecimiento de los precios.

Esta actuación ha inducido un alargamiento de los plazos de contratación de fondos, una diversificación notable de los instrumentos financieros, y una mayor firmeza en los mercados bursátiles de capital de las empresas.

Durante los meses de verano, las autoridades monetarias han tratado de que se avanzara en este clima de distensión. Con este fin, han permitido que los ritmos de expansión de los agregados monetarios y de liquidez se desplazasen hacia el tope superior de las bandas programadas de objetivos, y el Banco de España ha mantenido estables los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios, atendiendo toda la demanda de liquidez de base que se hacía presente a dichos tipos de interés.

11. La financiación del déficit público y la evolución de los mercados de deuda

Desde enero hasta septiembre del año en curso, el Estado obtuvo 1.217 m.m. de financiación neta en los mercados organizados. No obstante, este importe, que aproxima de forma razonable el déficit resultante de las operaciones no financieras, no ofrece una idea cabal del conjunto de operaciones financieras que el sector público abordó en el período analizado.

En efecto, en este lapso de tiempo, las autoridades

modificaron el coeficiente de caja, elevando su nivel legal hasta un límite máximo del 20 %, y extendieron la obligación de cobertura a toda clase de entidades y a todo tipo de operaciones que implicaran la absorción de recursos ajenos para destinarlos a su colocación en activos financieros. Cinco puntos porcentuales de este límite representan el tramo monetario necesario para labores de control. Los restantes —13 puntos en la actualidad— suponen la colocación de pasivos a tipos de interés próximos al mercado, y reflejan directamente la necesidad de atender la demanda de fondos de las administraciones públicas. A este mismo criterio responde el coeficiente del 12 % de deuda a corto, que se ha establecido en la primavera, y que se ha cubierto con pagarés del Tesoro.

A lo largo del primer semestre, la actuación de estos instrumentos jurídicos bloqueó los recursos anteriormente invertidos en depósitos obligatorios remunerados en el Banco de España y en certificados de regulación, obligando a su materialización en activos retenidos por los coeficientes legales. Estos fueron retribuidos con una rentabilidad muy próxima a los rendimientos obtenidos en los mercados monetarios, de manera que su implantación no deteriorara las cuentas de resultados de los intermedios financieros, y, en consecuencia, no surgieran nuevos procesos de marginación

22. Financiación del Estado

m.m.

	ENE-SEP	
	1983	1984
Total financiación obtenida (a)	965	1.217
Mercado de valores	350	2.555
<i>Emissiones netas de pagarés del Tesoro (b)</i>	308	2.444
<i>Emissiones netas de deuda a largo plazo (c)</i>	42	111
Sector exterior	50	124
<i>Préstamos brutos</i>	68	219
<i>Amortizaciones</i>	- 18	- 95
Crédito oficial	- 93	- 19
<i>Dotaciones</i>	- 182	- 152
<i>Cédulas para inversiones</i>	89	133
Banco de España: Créditos (d)	658	- 1.443

(a) Apelación del Estado a los mercados financieros organizados.

(b) Valores efectivos. Incluye 328 m.m. adquiridos en firme por el Banco de España.

(c) Incluye la amortización de 6 y 9 m.m. de deudas asumidas en 1983 y 1984. Las cifras de emisión no recogen la operación Rumasa.

(d) Incluye, exclusivamente, préstamos y anticipos. La financiación total proporcionada por el Banco de España asciende a - 1.115 m.m. en el período enero-septiembre de 1984, una vez que se tienen en cuenta las adquisiciones de pagarés del Tesoro referidas en la nota (b).

de la normativa legal. Por su parte, el Tesoro remuneró una parte de su apelación al banco emisor mediante la cesión de pagarés, de modo que el Banco de España fuera capaz de afrontar los gastos financieros del tramo no monetario retribuido del coeficiente de caja, sin incurrir en pérdidas.

Asimismo, en el mes de julio, el Estado procedió a emitir 440 m.m. de deuda para el saneamiento de los bancos del grupo Rumasa, y el Banco de España dilató el vencimiento de los préstamos concedidos a estas entidades hasta un plazo de ocho años.

En el cuadro que recoge la evolución en estos meses de los pasivos consolidados de las administraciones públicas y del Banco de España, puede observarse el conjunto de operaciones financieras instrumentadas. Dentro de él, pueden destacarse: *a)* el fuerte incremento registrado por el total de pasivos consolidados (3.161 m.m.), equivalente a un 34 % del saldo vivo, a diciembre de 1983; *b)* la utilización del sistema bancario como fuente básica de financiación pública; *c)* la redistribución de costes implícita en la nueva estruc-

tura de pasivos; y *d)* la perceptible mejora en los plazos medios de vencimiento de las deudas.

Al analizar el incremento de los pasivos, resaltan las fuertes elevaciones registradas en la base monetaria, en los pagarés del Tesoro y en la deuda no negociable. El crecimiento de la base monetaria (1.235 m.m.), que incorpora los antiguos depósitos obligatorios remunerados, es consecuencia de la elevación del coeficiente de caja del 7,75 % al 18 %; el notable aumento del saldo vivo de pagarés del Tesoro (2.875 m.m.) es fruto de la nueva política por la que el Tesoro ha asumido directamente su financiación, antes intermediada por el Banco de España a través de la colocación en el sistema bancario de certificados de regulación monetaria; y el incremento de la deuda no negociable (573 m.m.) se debe, fundamentalmente, a la emisión de 440 m.m. para la operación del grupo Rumasa.

En cuanto al origen de la financiación obtenida en estos nueve meses, el sistema bancario ha aumentado sus activos sobre las administraciones públicas y el Banco de España en 2.832 m.m., es decir, un 52 % por

23. Pasivos consolidados de las administraciones públicas y del Banco de España

	DIC 1983	SEP 1984 (E)	Variación	m.m. %
1. Base monetaria (a)	3.490	4.725	1.235	35
2. Deuda a corto plazo	2.450	3.470	1.020	42
2.a. <i>Certificados de regulación monetaria</i>	1.855	—	-1.855	—
2.b. <i>Pagarés del Tesoro</i>	595	3.450	2.875	480
3. Deuda a medio y largo plazo (b)	827	944	117	14
4. Deuda no negociable	1.220	1.793 (c)	573	45
5. Créditos exteriores	559	683 (d)	124	22
6. Otros (e)	758	1.850	92	12
7. Total	9.304	12.465	3.161	34
ESTRUCTURA PORCENTUAL POR				
AGENTES:				
Sistema bancario	59	66	—	—
<i>Financiación libre</i>	45	18	—	—
<i>Financiación regulada</i>	55	82	—	—
Resto	41	34	—	—
PLAZO DE LA DEUDA (f):				
Inferior a un año	91	90	—	—
<i>A tres meses</i>	55	6	—	—
Superior a un año	9	10	—	—
PRESTATARIO:				
Administraciones públicas	41	57	—	—
Banco de España	59	43	—	—

(a) Incluye los depósitos obligatorios.

(b) Incluye las deudas del INI y otras asumidas por el Estado.

(c) Incluye 440 m.m. de la deuda emitida para el grupo Rumasa.

(d) El saldo de diciembre de 1983 se ha incrementado únicamente con la financiación neta recibida por el Estado.

(e) Incluye como partidas más relevantes los créditos interiores a las administraciones públicas y las cesiones de pagarés por el Banco de España.

(f) Se refiere únicamente a las partidas 2 y 3, descontadas de esta última la deuda asumida y la deuda perpetua.

encima del saldo de 5.450 m.m. que contabilizaba en diciembre de 1983. Esta financiación se ha conseguido de manera compulsiva, mediante la regulación de los coeficientes de caja e inversión en fondos públicos, de modo que, mientras la financiación canalizada a través de circuitos libres ha descendido del 45 % al 18 %, la obtenida por circuitos regulados ha pasado del 55 % al 82 %.

La redistribución de costes implícita en la nueva estructura de pasivos, a agosto de 1984, queda de manifiesto, aun sin entrar en detalle sobre el coste de cada partida, si se tiene en cuenta que la financiación al Banco de España ha descendido, en el período enero-septiembre, en 146 m.m., mientras que el Tesoro ha recibido directamente, en este período, 3.307 m.m. más, lo que representa un incremento del 86 % del saldo de 3.840 m.m. de diciembre de 1983. Ahora bien, hay que tener en cuenta que ha descendido el tramo no retribuido del coeficiente de caja, y que se ha elevado la remuneración de los depósitos incluidos en la base monetaria hasta tipos de interés muy cercanos a los valores negociados en los mercados.

La introducción de estos nuevos mecanismos de financiación y regulación creó un período inevitable de incertidumbre y adaptación por parte de las instituciones crediticias, que se prolongó durante el primer semestre del año 1984, y que tendió a frenar el proceso de caída de los tipos de interés impulsado por las autoridades.

A pesar de ello, los tipos mantuvieron su descenso desde principios de año, conducidos por los precios negociados en los mercados monetarios y los tipos cruzados en la subasta de pagarés. Esta actuación provocó una desaceleración en el avance de las colocaciones de deuda a corto entre el público y una notoria preferencia por las emisiones a largo plazo, más acusada según avanzó el año.

Así, en los meses centrales del período, a medida que las expectativas de inflación se consolidaban a la baja, las alternativas a largo plazo han ido escalando posiciones de cara a las posibles ganancias de capital incorporadas en los altos tipos de interés que ofrecen estos valores. Mientras las emisiones de deuda del Estado realizadas en los seis primeros meses del año tuvieron un comportamiento mediocre, las últimas emisiones puestas en circulación a partir de junio y las canjes ofrecidos a los tenedores de títulos que se amortizaban han mostrado un alto dinamismo, con una clara preferencia por las obligaciones emitidas a ocho años, con opción de amortización al quinto, a tipos del 16 %. Hasta finales de septiembre, las colocaciones brutas —incluidas las operaciones de canje— ascendían a

169 m.m., distribuidos en 97 m.m. de obligaciones a ocho (cinco) años, 57 m.m. de bonos a tres y cuatro años, y 14 m.m. de deuda desgravable a cinco (tres) años. En términos netos, el saldo de esta última ha descendido en 36 m.m. a causa de las amortizaciones. Si se toman los datos disponibles hasta el diez de octubre, puede observarse aún con mayor nitidez cómo las preferencias de los inversores se están decantando por las obligaciones —el activo con mayor plazo de vida

24. Mercados de deuda pública

m.m.

	ENE-AGO	
	1983	1984
EMISIONES NETAS (a)	1.246	1.078
Pagarés del Tesoro	366	2.818
Emisiones brutas	494	3.245
Amortizaciones	128	427
CRM (b)	820	-1.855
Deuda a medio y largo plazo	60	115
Del Estado	46	110
Emisiones	74	169 (c)
Obligaciones	(-)	(97)
Bonos	(69)	(57)
Deuda desgravable	(5)	(14)
Amortizaciones (d)	-28	- 58
De las comunidades autónomas	7	9
Emisiones	7	9
Amortizaciones	-	-
De las corporaciones locales	7	- 4
Emisiones	9	2 (e)
Amortizaciones	- 2	- 6
COLOCACIONES (e)	1.246	1.078
En el sistema crediticio y SMMD	952	1.079
Pagarés del Tesoro	148	2.768
CRM	752	-1.759
Deuda del Estado a largo	38	65
Deuda de comunidades autónomas	7	9
Deuda de corporaciones locales	7	- 4
Resto	294	- 1
Pagarés del Tesoro	218	50
CRM	68	- 96
Deuda del Estado a largo	8	45
PRO MEMORIA:		
Cesión temporal de pagarés al público por el sistema bancario y las SMMD	91	200 (e)

- (a) Valores nominales.
 (b) Aunque no forma parte de los mercados de deuda pública, se incluye aquí para explicar la evolución de los pagarés del Tesoro.
 (c) Incluye las reinversiones de deudas vencidas en nuevas emisiones por importe de 10 m.m. en obligaciones, 3 m.m. en bonos y 2 m.m. en deuda desgravable. No incluye los 440 m.m. emitidos para la operación Rumasa.
 (d) Incluye 6 y 9 m.m. de deudas asumidas en 1983 y 1984.
 (e) Estimación.

media—. A esa fecha, las colocaciones de obligaciones se habían incrementado en 40 m.m., como consecuencia, por un lado, de la subasta realizada el día 2 de este mes, en la que se aceptaron 15 m.m., con un tipo medio del 15,25 %, y en la que se solicitaron hasta 43 m.m., y, por otro, a la opción de canje de otros 25 m.m. ejercitada por los tenedores de bonos con vencimiento a 9 de octubre de 1984.

En resumen, se han colocado, hasta el diez de octubre, 219 m.m. de deudas a medio y largo plazo. De ellos, 138 m.m. en obligaciones, 65 m.m. en bonos y 16 m.m. en deuda desgravable. En términos netos, suponen 78 m.m., a causa de las importantes amortizaciones que han tenido lugar.

Por lo que se refiere a las carteras, debe resaltarse la toma de posiciones de la banca, que, en una holgada posición de liquidez, no sólo ha suscrito pagarés del Tesoro por encima de las necesidades de cobertura de su coeficiente, sino que, en las últimas emisiones de deuda, ha participado de manera importante, comprando 29 m.m. en la emisión de bonos del mes de junio y más de 38 m.m. en la emisión de obligaciones de fecha 28 de agosto (subasta 2 de julio). El sector privado ha reducido de forma importante el ritmo de sus compras de títulos a corto plazo, y, si se consideran los datos disponibles a octubre, apenas ha incrementado sus tenencias netas de deudas a medio y largo plazo, aunque haya efectuado una reordenación en sus carteras entre los diferentes tipos de deuda.

En los mercados secundarios de deuda pública, ha continuado el aumento del volumen de contratación en bolsa. De enero a agosto, se han negociado 157 m.m. de pagarés del Tesoro frente a 12 m.m. en el mismo período del año anterior, y, en deuda a medio y largo plazo, 15 m.m. frente a 13 m.m.

12. La financiación de familias y empresas

La importante recuperación del margen de explotación por unidad de producto y la continuación en el crecimiento de la actividad productiva están generando una intensa mejora del excedente de explotación de las empresas no financieras durante 1984. Ello, unido a la moderación registrada en los pagos de intereses y dividendos realizados por las mismas, está contribuyendo a un aumento muy significativo de su tasa de ahorro, que, dado el conjunto de expectativas empresariales y las condiciones vigentes en los mercados financieros durante la mayor parte del período, ha ido a reflejarse plenamente en una mejora de la situación financiera de las empresas.

En definitiva, a tenor de lo expuesto en los epígrafes 3 y 5, el conjunto de las empresas no financieras y las familias está registrando un incremento bastante notable de su tasa de ahorro, al tiempo que su formación bruta de capital retrocede en términos reales, con lo que experimentan un aumento muy acusado de su capacidad de financiación. Esta permite atender, en última instancia y de forma indirecta, no sólo la financiación del déficit de las administraciones públicas, sino también la acumulación neta de activos frente al exterior. Y todo ello, en un clima de distensión y de fluidez en el funcionamiento de los mercados financieros, que ha acabado por plasmarse en unas expectativas bajistas de los tipos de interés, que no tienen precedentes en los últimos años.

El hecho de que el aumento de la capacidad de financiación se haya producido, en gran medida, en un sector con un nivel de endeudamiento elevado y con una carga financiera muy pesada, como es el caso de las empresas no financieras, explica que dicha capacidad se haya dedicado, básicamente, a reducir la demanda de fondos de préstamos, dado el amplio margen existentes entre los tipos de interés de los empréstitos y de los activos financieros disponibles a las mismas.

Como puede apreciarse en el cuadro 25, se estima que los pasivos financieros de empresas no financieras y familias han crecido a un ritmo muy modesto (6,5 %), durante el período enero-agosto, mientras que los activos financieros lo han hecho a una tasa del 14,9 % (1).

A lo largo de dicho período, pueden distinguirse, no obstante, dos fases diferenciadas. En la primera, que abarcó los cinco primeros meses del año, se hizo notar una fuerte desaceleración en el ritmo de crecimiento de los instrumentos de colocación del ahorro privado, simultánea a una reducción más drástica aún en las tasas de expansión de los instrumentos utilizados por los agentes privados para la captación de recursos financieros, que produjo un aumento de la financiación neta concedida por las familias y empresas a los otros sectores de la economía. En los tres meses siguientes, esta tendencia hacia el aumento de la posición acreedora neta del sector privado se ha acentuado considerablemente, reflejándose ahora en una aceleración de la tasa de expansión de los activos financieros, al tiempo que

(1) Las tasas de aumento de los saldos de activos y pasivos financieros del sector de familias y empresas no financieras, recogidas en el cuadro 25, contienen algunas deficiencias, fruto, sobre todo, del desconocimiento del fondo de acciones y obligaciones emitidas por el sector privado, pero, con todo, son suficientemente expresivas del fenómeno que se pretende reseñar.

25. Activos y pasivos financieros del sector privado

m.m.

	Saldo		Variación
	DIC 1983	AGO 1984	
Activos financieros. Total	23.699,0	25.522,0	1.823,0
ALP	20.339,4	21.685,2	1.345,8
Títulos renta fija	472,9	575,8	102,9
Otros	2.886,7	3.261,0	374,3
Pasivos financieros. Total	21.284,3	21.963,5	679,2
Títulos mercado monetario	251,5	331,7	80,2
Créditos interiores (a)	15.342,4	15.223,1	-119,3
Créditos exteriores (a)	1.583,0	1.830,0	247,0
Otros	4.107,4	4.578,7	471,3
PRO MEMORIA:			
Activos financieros (*)	23.699,0	25.202,9	14,9 (b)
Pasivos financieros (*)	21.090,3	22.005,3	6,5 (b)

(a) Los créditos concedidos en moneda extranjera están corregidos del efecto valoración.

(b) Tasa anual de crecimiento.

las demandas financieras del sector privado permanecían en fase de estancamiento.

El exceso de oferta de fondos de préstamos, particularmente evidente en el mercado interior de crédito bancario, ha otorgado una importante capacidad negociadora a los demandantes. Ello se ha reflejado en procesos de sustitución entre fuentes de financiación muy significativos, en una mayor disponibilidad de fondos en los mercados de crédito y en una tendencia bajista de los tipos de interés, acentuada a medida que avanzaba el año, que se ha hecho especialmente notable en el tercer trimestre.

La atonía de la demanda total de crédito por parte del sector privado y la búsqueda de fuentes de financiación más atractivas han dado como resultado una tasa casi nula de incremento de la financiación al sector privado intermediada por las entidades del sistema crediticio. Los bancos disminuyeron, en términos de cifras desesazonalizadas, sus saldos de créditos al sector, lo que fue compensado por un moderado avance en los fondos provistos por las cajas de ahorro y, en mayor medida, por la evolución del crédito oficial, que ha mantenido tasas de avance similares a las del año anterior. La reducción en la demanda de crédito tuvo como efecto una rápida caída del grado de racionamiento del crédito: según la encuesta del Banco de Bilbao, el volumen de peticiones denegadas ha sufrido una brusca caída a partir de comienzos del año, tras la elevación que registró a lo largo de todo el segundo semestre de 1983. Por su parte, los tipos practicados en operaciones en pesetas con tipos de interés fijos no acusaron, hasta bien entrado el verano, la situación de holgura en el mercado de fondos prestables, y ello motivó un desplaza-

miento hacia las operaciones con tipos variables, que reflejaron de inmediato la caída de los tipos de interés interbancarios. Así, los créditos con tipos de interés variables han experimentado un aumento cercano a los 100 m.m. durante el período enero-agosto, frente al descenso de 21,2 m.m., en cifras originales, registrado por el total de créditos interiores en pesetas. La presión del mercado y los desplazamientos entre entidades han acabado, finalmente, por producir recortes significativos de los tipos de interés explícitos declarados para operaciones con tipos fijos a partir del mes de julio.

El descenso de las operaciones activas de las instituciones crediticias se ha extendido también a la compra de valores de renta fija y variable emitidos por el sector privado (véase cuadro 26) y a la financiación intermediada con instrumentos tales como el endoso de letras, o, incluso, a la adquisición de activos del sector privado con compromiso de reventa. Las letras en circulación endosadas por bancos y cajas han seguido reduciendo sus saldos rápidamente, en beneficio de los pagarés de empresa.

En los mercados monetarios, la caída de las letras se contraponen, así, al auge de las emisiones de pagarés de empresa, concentradas en unas cuantas sociedades de gran tamaño, en su mayoría de carácter público o del sector eléctrico. Por otro lado, la financiación obtenida por el sector privado en los mercados de valores ha

26. Mercados de valores privados

m.m.

	ENE-AGO	
	1983	1984
EMISIONES NETAS	213,1	309,8
Títulos monetarios	108,1	80,2
Letras	57,1	-87,8
<i>Negociadas en bolsa</i>	-28,3	-26,0
<i>Otras</i>	85,4	-61,8
Pagarés de empresa (a)	51,0	168,0
Obligaciones	30,3	61,0
Acciones (b)	74,7	168,6
COLOCACIONES	213,1	309,8
Sistema crediticio y SMMD	44,0	58,3
Títulos monetarios	-	39,2
Obligaciones	29,0	6,1
Acciones	15,0	13,0
Resto	169,1	251,5
Títulos monetarios	108,1	41,0
Obligaciones	1,3	54,9
Acciones	59,7	155,6

(a) Estimación.

(b) En 1984, 117,8 m.m. corresponden a emisiones de sociedades del INI.

dado muestras de superar progresivamente la atonía de comienzos del año, causada, básicamente, por las dificultades de colocación de títulos computables en las cajas de ahorro, a consecuencia del reajuste de coeficientes de estas entidades. La progresión de dichos mercados se ha reflejado tanto en las emisiones de títulos de renta fija como en los títulos con renta variable. Las primeras, debido a la excelente aceptación de los bonos eléctricos entre el público. En cuanto a las acciones, más del 70 % de las emisiones corresponden a empresas del INI: el saneamiento de empresas tales como Seat, Ensidesa, Altos Hornos del Mediterráneo, Iberia, Aviaco, etc., elevó la cifra de emisiones del mes de julio hasta los 108 m.m. No obstante, la mejora en la situación de muchas empresas y la buena marcha del mercado secundario también colaboraron a este avance, que determinó, ante la reducción del flujo de crédito de las instituciones financieras, un importante aumento de la importancia relativa de los mercados de valores en la financiación del sector privado.

La apelación del sector privado a los mercados financieros internacionales ha registrado una progresión notable; las tensiones de disponibilidad de crédito en los primeros meses del año y las perspectivas de apreciación de la peseta en los mercados cambiarios indujeron a las empresas eléctricas y a algunas empresas públicas a la captación de fondos en los mercados exteriores. A medida que el año avanzaba, la fortaleza del dólar redujo la intensidad de estos flujos financieros, a pesar del esfuerzo realizado por muchos prestatarios en la búsqueda de financiación en divisas con mejores expectativas de tipo de cambio (yen, ecus, libras).

Como ya se ha reseñado, los activos financieros del sector privado, tras unos comienzos de año de expansión muy moderada, experimentaron una clara recuperación en su ritmo de crecimiento a partir del mes de junio. Este avance vino determinado por el componente más importante en términos cuantitativos de los instrumentos de colocación del ahorro privado, es decir, los ALP, cuyo crecimiento en tasa anual se ha situado, para el período enero-septiembre, en un 14,3 % frente al 11,3 % del primer cuatrimestre. El componente de disponibilidades líquidas experimentó en buena medida esta aceleración, continuando el fenómeno, ya reseñado en informes anteriores, de desplazamiento de los depósitos hacia los instrumentados en forma de pagarés bancarios, que prácticamente acaparon todo el crecimiento de los depósitos, en detrimento, no sólo de las otras formas posibles de instrumentación de depósitos a plazo (certificados de depósito e imposiciones ordinarias), sino también de los depósitos a la vista y de ahorro.

Los diversos instrumentos que componen los «otros

activos líquidos», incluidos en los ALP, registraron altas tasas de crecimiento, pero fue notorio un fuerte descenso en su ritmo de avance. Ya se ha señalado la caída en la colocación neta de pagarés del Tesoro entre el público, y sus causas; además de ello, la disminución del saldo de letras endosadas por bancos y cajas, y una menor actividad en los últimos meses del período de referencia en la colocación de bonos bancarios, títulos hipotecarios, y en las operaciones de seguro, determinaron un ritmo de avance muy modesto de este grupo de instrumentos enumerados; sólo la cesión temporal de activos por parte de las entidades bancarias y de las SMMD ha mantenido ritmos de crecimiento muy notables, especialmente en los dos últimos trimestres.

Las preferencias de los inversores privados se dirigieron, ante la caída de los tipos en los mercados monetarios, hacia los instrumentos que mantuvieron unos rendimientos más altos. Entre estos destacan los pagarés de empresa. Según las estimaciones realizadas, las emisiones netas de este tipo de títulos se situaron alrededor de los 170 m.m., de los cuales 130 m.m. se colocaron entre el público, atraído por la garantía de las empresas emisoras y por los rendimientos muy superiores a los de los títulos públicos o de instituciones financieras de liquidez comparable. Aparte de los pagarés de empresa, fueron los mercados de instrumentos a más largo plazo los mayores beneficiarios de la evolución de las preferencias de los inversores; la caída de los tipos de interés a corto y las expectativas de inflación a la baja movieron gradualmente una corriente de inversión financiera hacia aquellos títulos que garantizaron altos tipos nominales por períodos más dilatados de tiempo. La atonía de comienzos de año en los mercados de renta fija y variable dio paso a una mayor actividad en estos mercados. Así, las ventajosas condiciones ofrecidas por los bonos eléctricos atrajeron importantes volúmenes de recursos privados (casi 30 m.m. en el período enero-agosto). También las colocaciones de deuda pública entre los particulares registraron una cierta mejora a partir del segundo trimestre del año. Por otro lado, la favorable evolución del mercado secundario de renta variable, que ofreció la oportunidad de realizar grandes plusvalías, así como factores internos a las empresas, tales como la indudable mejora de su situación financiera y sus expectativas de resultados, se tradujeron en un notable avance de las colocaciones de títulos de renta variable entre el público, que pueden cifrarse en unos 40 m.m.

13. La política monetaria

Como ya se ha puesto reiteradamente de manifiesto a lo largo de los epígrafes dedicados al análisis de la financiación de la economía, las autoridades moneta-

rias se propusieron lograr en el transcurso del año una clara mejoría en las condiciones vigentes de coste y disponibilidad de los recursos en los mercados financieros interiores, y mantener, al tiempo, el control monetario.

Durante los cuatro primeros meses del año, la actividad de intermediación del sistema crediticio quedó afectada por las incertidumbres y desajustes que la implantación del nuevo esquema de coeficientes de caja y deuda pública a corto plazo provocó en las entidades de crédito. Estas tuvieron que hacer frente a un cambio apreciable en la estructura de sus inversiones, y, consecuentemente, adoptaron una actitud de cautela, incrementaron sus excedentes de activos de caja, e imprimieron un ritmo muy pausado a sus operaciones de generación de recursos y de concesión de crédito a la clientela. Pese a que la autoridad monetaria permitió un crecimiento muy holgado de la liquidez de base del sistema bancario, se pudo apreciar en este período una desaceleración muy notable en el avance de las magnitudes monetarias y de liquidez, y los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios acusaron un descenso persistente. No obstante, esta caída no se trasladó a los costes del crédito, que se mantuvieron estables.

Esta situación atípica no podía mantenerse, y, en efecto, a finales del mes de mayo, se inició una fase de aceleración monetaria que alcanzó su cota más alta en el mes de junio y durante la primera mitad del mes de julio. A medida que las entidades de crédito fueron adaptándose a los nuevos esquemas de intervención, emprendieron una expansión más intensa de sus activos frente al sector privado, que les permitió apropiarse de los mayores márgenes disponibles entre el coste de sus recursos —medido por los tipos negociados en los mercados interbancarios— y el rendimiento de sus inversiones crediticias. Este mayor crecimiento de la financiación al sector privado coincidió con un proceso de notable acumulación de reservas de divisas y con un período de aceleración del recurso de las administraciones públicas a los mercados crediticios. La presencia conjunta de estos factores rompió la atonía del período inicial, y, en los meses de junio y julio, las tasas de avance de los agregados monetarios y de liquidez se situaron en los límites superiores de la banda de crecimiento prevista por las autoridades.

A pesar de las señales de desbordamiento, el Banco de España decidió mantener unas condiciones de holgura en los mercados de activos de caja e interferir lo menos posible en el retorno a una nueva etapa de normalidad. Su decisión se basó en una apreciación negativa sobre la posible continuidad de este movimiento durante el segundo semestre del año. La autori-

dad monetaria entendió que el impulso expansivo impartido a los recursos bancarios por el sector público, la demanda de crédito del sector privado y la adquisición de activos financieros frente al exterior era transitorio. En este sentido apuntaban tanto el calendario de necesidades de financiación de las administraciones públicas —que recogía un descenso en un futuro próximo— y las estimaciones sobre crecimiento de la financiación al sector privado —que preveían un estancamiento de la variable mientras se mantuviesen las condiciones de coste y disponibilidad de los recursos en los mercados de fondos prestables, y perdurase la mejoría de resultados de las empresas—, como las conjeturas sobre la evolución del sector exterior del sistema crediticio basadas en la evolución del mercado a plazo de la peseta —que anunciaban una desaceleración en la entrada de reservas, al haberse frenado el desequilibrio del mercado, a medida que se relajaban las condiciones financieras interiores—.

Basándose en estas apreciaciones y en la experiencia histórica acumulada sobre las pautas de avance de las magnitudes monetarias, las autoridades consideraron que la aceleración de la primavera era un movimiento de recuperación de las tasas anormalmente bajas de los primeros meses del año. Estimaron que los agregados de liquidez no iban a recibir, desde la vertiente de los precios y de la actividad interior, nuevos impulsos que hiciesen esperar que el proceso podía alimentarse de forma continuada. Adoptaron una actitud acomodante, y evitaron provocar recortes en el crecimiento de la liquidez de base del sistema. Situaron los tipos de la subasta de préstamos de regulación monetaria en el 13 %, y, en consecuencia, aceptaron la totalidad de la demanda de activos de caja que se manifestó a ese tipo de interés durante la primera quincena de julio, y en los meses de agosto y septiembre.

En el transcurso del verano, los activos de caja crecieron a ritmos situados en la proximidad del 13 %, los niveles de excedentes del sistema bancario alcanzaron valores claramente inferiores a la media del primer semestre, y los tipos de interés negociados en los mercados monetarios prosiguieron en un lento descenso que los situó, al cierre del mes de septiembre, en cifras cercanas al 12,5 %, para las operaciones cruzadas al plazo de un mes.

A pesar de las condiciones de holgura en que discurreó la evolución de los mercados interbancarios, los agregados monetarios y de liquidez retornaron, durante los meses de agosto y septiembre, a pautas de avance más moderadas, centradas en el entorno del 13 %, el crecimiento de la financiación a las administraciones públicas no se aceleró, y los recursos puestos a disposición de las familias y empresas dieron señales

de nuevo estancamiento, confirmando la conjetura de las autoridades.

Para el conjunto de los nueve primeros meses del año, la tasa anual de crecimiento de los activos líquidos en manos del público —objetivo básico de las autoridades— ha alcanzado un valor cercano al 14 %, y la expansión de las disponibilidades líquidas ha registrado un ritmo próximo al 13 %. El crédito interno otorgado al sector público y al sector privado ha experimentado, en los ocho primeros meses del período, una tasa de crecimiento del 11 %. La financiación concedida a las administraciones públicas por los intermediarios financieros y por los particulares —a través de la adquisición de pagarés— se ha incrementado a un ritmo del 40 %, y los recursos otorgados por el sistema crediticio y los mercados monetarios a las familias y empresas han avanzado a una tasa del 3 %, poniendo de manifiesto la caída de la demanda de fondos ajenos y el desplazamiento hacia los mercados internacionales.

La tónica de distensión que ha dominado los mercados financieros interiores ha tenido su reflejo más llamativo en la evolución de los tipos de interés. Los tipos negociados en los mercados interbancarios, que a lo largo del año 1983 habían alcanzado un valor medio del 20 % para el plazo de un mes, han registrado un descenso persistente, situándose, en el mes de septiembre y en la primera quincena del mes de octubre, en el 12,5 % y 13,0 %, para las operaciones a un mes y tres meses, respectivamente. Los tipos de emisión de pagarés del Tesoro a un año, que en el mes de diciembre último se habían localizado en torno al 16 %, han experimentado, asimismo, una caída, y en las últimas subastas se han cruzado tipos cercanos al 13 %. Esta tendencia se ha trasladado también a los mercados donde se negocian inversiones a plazos más dilatados. Así, por ejemplo, el rendimiento interno de la deuda pública ha disminuido dos puntos, en el transcurso de 1984, y actualmente se encuentra situado en la proximidad del 16,5 %.

Este proceso ha terminado afectando a los tipos de interés de las instituciones crediticias. Durante la primera parte del año, los bancos y cajas mantuvieron estables los tipos de sus operaciones de crédito y depósito, y no ajustaron los precios a la caída de la tasa esperada de inflación ni al descenso de los tipos negociados en los mercados donde se cruzan operaciones a más corto plazo. No obstante, el desaliento de la demanda de crédito y la vitalidad alcanzada por el mercado de pagarés de empresa terminaron suscitando un crecimiento apreciable de las operaciones con tipos de interés variable, que permitieron a los demandantes obtener los fondos a precios relacionados con los tipos registrados en los mercados interbancarios, mientras

descendían las operaciones contratadas a tipos fijos. Por último, esta evolución y la presión de las autoridades generaron las condiciones para que se revisasen a la baja los tipos fijos preferenciales anunciados, y, en general, disminuyesen los tipos libres declarados por las instituciones de crédito. En el mes de agosto, estos últimos ya han descendido medio punto porcentual, y la información parcial más reciente sugiere una intensificación de este proceso.

En el transcurso de los nueve primeros meses del año, se ha registrado, por tanto, una reducción notable de los tipos nominales de interés, que resulta coherente con la caída en el ritmo de crecimiento de los precios, con la atonía de los procesos de formación de capital y con la notable mejoría que han experimentado nuestros intercambios exteriores.

APENDICE

La estimación del valor añadido en la industria, a partir del Índice de Producción Industrial, en 1984

En numerosas ocasiones, se han expresado dudas en cuanto a la representatividad actual del Índice de Producción Industrial (en lo sucesivo, IPI) y, en consecuencia, sobre su aptitud para reflejar la evolución del valor añadido de la industria. En este mismo informe, se ha hecho alusión a algunas de las dificultades que plantea, y que se comentan más detalladamente en este apéndice.

Por su especial importancia en estos momentos, este comentario se centra exclusivamente en los problemas derivados de la antigüedad de su año de base (1972) y en la dificultad de medir el valor añadido de la producción en determinadas circunstancias, que están presentes en 1984. Ello significa que no se mencionan otros problemas metodológicos del índice, como la deflación del valor de la producción, ni dificultades específicas que afectan, por ejemplo, a la clasificación por destino económico de los bienes producidos, o a los datos mensuales de avance sobre los trimestres en curso.

La antigüedad del año de base, en un índice del tipo de Laspeyres como el IPI, determina dos aspectos esenciales:

- 1) una estructura de ponderaciones que no tiene en cuenta las fuertes alteraciones que ha sufrido la estructura productiva española en los últimos diez años, y

2) una selección de productos que, junto a lagunas anteriores ya conocidas, no incluye algunos bienes de aparición reciente y que están experimentando fuertes ritmos de crecimiento.

La evaluación de las consecuencias de ambos aspectos en el índice actual no es fácil de cuantificar, si bien puede afirmarse que, en general, ambos tienden a infravalorar su evolución a plazo medio, aunque, por supuesto, podrían producir el efecto contrario en algún mes determinado.

Como ejemplo significativo del primer aspecto mencionado, puede citarse la construcción naval, que ha dejado de tener la importancia relativa con que todavía la recoge el índice. Su aportación a los bajos niveles que registra el IPI está muy sobreestimada actualmente. Para ilustrar este aspecto, se ofrece a continuación una comparación de las tasas de variación que muestra el índice en los seis meses conocidos de este año, con respecto al mismo período del año anterior, y esas mismas tasas calculadas en un nuevo índice en el que se excluye la construcción naval. Es claro que estos cálculos sólo constituyen una ilustración del problema mencionado, y no pretenden ofrecer una estimación alternativa válida sobre el IPI. En esta comparación, se incluyen distintos grados de agregación, y, lógicamente, las diferencias se acentúan, a medida que desciende el grado de agregación considerado.

IPI. Estimación oficial y excluyendo la construcción naval (a)

	Oficial	Excluida C. Naval
Índice general	0,1	1,1
Bienes de equipo y material de transporte	- 8,0	-1,0
Material de transporte	-25,2	-3,9

(a) Tasas de variación del primer semestre de 1984 sobre mismo período del año anterior.

Por otra parte, la omisión de productos alcanza a artículos que, ciertamente, existían en el año de base, como, por ejemplo, los muebles de madera. Pero, en cuanto a lo que se trata de destacar aquí, es mucho más importante la no inclusión de nuevos bienes que, mostrando ritmos de crecimiento muy fuertes, están totalmente ausentes del índice. A título de ejemplo significativo, cabe señalar el caso de los ordenadores, cuyas exportaciones en los siete primeros meses de este año ascienden a una cifra en torno a 85 mil millones de pesetas, según informaciones facilitadas por el ministerio de Industria y Energía. Estas cifras, más las ventas en el mercado interior, todavía no conocidas en 1984,

dan idea de la expansión que está conociendo un sector prácticamente inexistente en 1972 —y, en consecuencia, no incluido en el IPI—, cuya producción de equipos prevista en el Plan Electrónico e Informático Nacional alcanzará 158 mil millones de pesetas en 1987.

El segundo aspecto que se trata de analizar en esta nota se refiere al hecho de que, si el deflactor de las exportaciones de bienes industriales es distinto del de la demanda interna de dichos bienes, una variación importante —como la ocurrida en 1984— en la proporción representada por las exportaciones del sector respecto de su producción total puede introducir distorsiones adicionales en la utilización del IPI como estimador de la evolución del valor añadido de la industria en términos reales.

Este segundo aspecto exige una referencia previa a qué se entiende por mediciones «en términos reales» en los esquemas conceptuales de la Contabilidad Nacional, y a los problemas que surgen al tratar de aplicar mediciones de este tipo a flujos como el valor añadido. Con frecuencia, el análisis económico se basa en la descomposición de los valores nominales de las magnitudes en «precios» y «cantidades». En ocasiones, esto es sencillo, como en el caso de ciertas transacciones individuales realizadas en un mercado con un solo bien fácilmente expresable en términos de unidades físicas. Pero, en otros casos, no es así: ¿cuál es la unidad física de los servicios educativos, de los beneficios, de los ordenadores, del PIB? Las dificultades son considerables, porque, aun suponiendo que existieran unidades físicas para algunas de estas magnitudes, su calidad podría variar a lo largo del tiempo.

Los sistemas de cuentas nacionales se enfrentan a este problema, a sabiendas de que, pese al enorme interés de esta distinción conceptual, no tiene una solución empírica exacta y única, y sólo admite aproximaciones razonables con cierto grado de convencionalidad, pero que ofrecen un marco coherente que puede servir de base para comparaciones, no sólo a lo largo del tiempo, sino también entre economías diferentes.

En particular, el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC), seguido por nuestra Contabilidad Nacional, se basa en la descomposición de las variaciones de los valores nominales de cada magnitud entre las variaciones de los «precios» y las del componente residual, que denominan variaciones del valor «a precios constantes» o «en volumen». Esta descomposición es similar a la utilizada antes en «precios» y «términos reales», aunque quizá con un énfasis mayor en los «precios». Dos de las convenciones utilizadas por el SEC, y que están directamente relacionadas con el tema que nos ocupa, son:

1) dos bienes son distintos, aunque no difieran en sus características físicas, si en un momento dado se venden a precios diferentes y en circunstancias diferentes;

2) como consecuencia de ello, un mismo bien que se vende en dos mercados distintos a precios diferentes, y que de un período a otro no registra cambios ni en los precios ni en la cantidad total vendida, pero sí una variación en el porcentaje vendido en cada mercado, se considera que ha experimentado una variación en su producción «a precios constantes».

Por ejemplo, si un bien A de producción nacional se vende en el extranjero a un precio más alto que en nuestro país, un aumento en la proporción de la exportación de dicho bien sin que varíe su cantidad total producida, ni sus precios, en ninguno de los mercados, debe contabilizarse como un aumento en la producción nacional de dicho bien «a precios constantes». Puede parecer sorprendente esta convención, que lleva a registrar un aumento en la producción «a precios constantes» en un sector, cuando no ha habido cambios en el número de unidades físicas producidas, pero no lo es tanto si se considera desde la óptica relevante para el análisis económico, que es la de la aportación de las distintas unidades productivas al PIB, medida por su valor añadido.

En el ejemplo antes mencionado —y en el supuesto de que todo lo demás permanece constante (1)—, habrá aumentado el valor añadido del sector en términos monetarios. La convención contable de considerar que todo este aumento en el valor monetario añadido debe atribuirse al crecimiento real y no al de los precios, no es sino el reconocimiento contable de que, a lo largo del proceso productivo, ha habido una mayor aportación real de un factor de producción: aquél que hace referencia a la gestión y organización de la actividad empresarial y a su proyección en los mercados. Parte de las rentas atribuidas en el año a ese factor productivo en el proceso de distribución funcional del producto —el excedente bruto de explotación— no es sino la contrapartida desde el lado de las rentas de la mayor aportación real de dicho factor al proceso de producción.

El aumento en el valor añadido en términos reales del sector del ejemplo no vendrá recogido por el IPI, a

pesar de que «el índice de producción industrial tiene por objeto indicar la evolución en volumen de la parte del Producto Interior Bruto que tiene su origen en la industria, es decir, el valor añadido bruto al coste de factores de las diversas ramas industriales y del conjunto del sector industrial» (2). La razón es que las series elementales que componen el IPI no son series de valor añadido, sino de producción total, expresada, en general, en unidades físicas. De este modo, en el caso considerado, el IPI no recogerá el aumento experimentado en el valor añadido del sector, porque no ha habido variación alguna en su producción total, medida en número de unidades.

24-X-1984.

(1) Se supone, por tanto, que tampoco se han producido variaciones en los precios ni en las cantidades de los consumos intermedios utilizados en el proceso productivo.

(2) Instituto Nacional de Estadística: *Números Índices de la Producción Industrial*, Madrid, 1982, p. 1.

Regulación financiera: tercer trimestre de 1984

Las novedades registradas en la regulación financiera durante el pasado trimestre afectan, en primer lugar, al tramo remunerado del coeficiente de caja, cuya rentabilidad ha quedado establecida en el 12,50 % de interés anual. Se ha revisado, en segundo lugar, la posibilidad de utilizar pagarés del Tesoro para afianzamientos y para la cobertura de las reservas obligatorias en fondos públicos de las entidades de seguro y capitalización. Este grupo de entidades ha visto modificados aspectos esenciales de su regulación, con la aprobación de una nueva Ley de Seguros Privados y de una serie de medidas urgentes relativas al saneamiento y control del sector.

En lo referente a tipos de interés, sendas disposiciones han venido a flexibilizar los mecanismos para su fijación en dos casos particulares: el crédito oficial a los llamados sectores especiales, y los créditos a la exportación de bienes de equipo computables en el coeficiente de inversión.

Las condiciones favorables en la balanza de pagos han permitido el restablecimiento parcial de la anterior liberalización de determinadas inversiones españolas en títulos de renta fija denominados en pesetas.

Finalmente, ha continuado el proceso de mejora en la información financiera, con una serie de disposiciones que afectan a las sociedades que cotizan en bolsa, a las cooperativas de crédito, a las entidades de financiación, a las sociedades de garantía recíproca y a las sociedades de arrendamiento financiero.

Tramo remunerado del coeficiente de caja

La reforma del coeficiente de caja que arranca de la Ley 26/1983, de 26 de diciembre, establece, en orden a su remuneración, dos tramos de activos de caja: el no remunerado, que comprende cinco puntos porcentuales de los pasivos computables de bancos y cajas de ahorro, y el remunerado, que abarca el resto del coeficiente de las instituciones citadas y la totalidad del coeficiente de los demás intermediarios financieros sometidos al mismo. Desde la aparición del nuevo coeficiente, el nivel de remuneración de este último tramo, fijado por circular del Banco de España, estaba situado en el 13,50 % de interés anual.

Ahora, como consecuencia del descenso de los tipos de interés registrados en los mercados monetarios, el tipo de interés aplicable al tramo remunerado del coeficiente de caja ha sido reducido en un punto por la circular del Banco de España núm. 27/1984, de 26 de julio, quedando establecido en el 12,50 %.

El nuevo tipo de interés ha sido aplicado a partir del 3 de agosto, para bancos y cajas de ahorro, y a partir del 1 de agosto, para los restantes intermediarios financieros afectados.

Pagarés del Tesoro

Entre otras novedades, la nueva regulación de los pagarés del Tesoro contenida en la circular del Banco de España núm. 13/1984, de 10 de abril (1), suprimió la prohibición de que estos títulos computasen en la cobertura de los coeficientes y reservas de fondos públicos de la banca privada, cajas de ahorro y otras entidades de crédito y seguro, manteniendo, sin embargo, la prohibición de que se aplicasen a cualquier tipo de afianzamiento.

Estas características han sido modificadas por acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, aprobado en su sesión de 21 de agosto de 1984, que establece que los pagarés del Tesoro podrán utilizarse en afianzamientos de todas clases, a excepción de los que se presten ante el Estado y organismos públicos. Para las entidades de seguro y capitalización, se restablece la prohibición de que los mencionados títulos puedan computarse para la cobertura de sus reservas obligatorias de fondos públicos. Finalmente, se prohíbe la pignoración en el Banco de España de los pagarés del Tesoro, salvo autorización expresa del ministerio de Economía y Hacienda.

Cooperativas de crédito: normas contables

Como consecuencia de la desaparición de la Caja Rural Nacional, cuyos activos y pasivos han sido asumidos por el Banco de Crédito Agrícola, la circular del Banco de España núm. 26/1984, de 20 de julio, ha modificado algunas de las rúbricas del balance confidencial y de la cuenta de resultados de las cooperativas de crédito, que la circular del Banco de España núm. 3/1981 había establecido.

Las modificaciones se refieren a la supresión de las rúbricas específicamente destinadas a recoger operaciones realizadas con la desaparecida Caja Rural Nacional y a la ampliación de la información relativa al Banco de Crédito Agrícola, institución a la que se imputarán los ingresos y gastos devengados durante el presente ejercicio con la entidad desaparecida.

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1984», en *Boletín Económico*, julio-agosto de 1984.

Tipos de interés del crédito a la exportación

Desde la adhesión de España, en 1977, al «Acuerdo sobre líneas directrices para los créditos a la exportación con apoyo oficial» —el llamado Consenso OCDE—, los tipos de interés mínimos aplicables a las operaciones especiales de crédito a la exportación venían siendo ajustados periódicamente en las sucesivas reuniones de este organismo. Variando este sistema, en la vigesimoprimera reunión del Consenso OCDE, se estableció un sistema de determinación automática de estos tipos de interés, de modo que, en lo sucesivo, variarán semestralmente, siempre que durante dicho período se modifique en más de 0,5 puntos un tipo de interés de referencia, formado por la media ponderada de las medias mensuales de los tipos de interés de las monedas que componen el derecho especial de giro del Fondo Monetario Internacional.

El nuevo sistema, con el que se pretende un progresivo acercamiento a los tipos de mercado, supone una complejidad mayor y exige revisiones frecuentes de los tipos de interés aplicables, por lo que una OM de 24 de julio de 1984 ha extendido a los créditos a la exportación de bienes de equipo regulados por los decretos 1838/1974 y 2294/1979 el procedimiento de revisión que la OM de 9 de noviembre de 1983 había establecido para los créditos a la exportación denominados en divisas reconocidas por el Consenso como monedas con bajo tipo de interés. El procedimiento consiste en que los tipos de interés fijados por el Consenso son notificados por el ministerio de Economía y Hacienda al Banco de España, quien los transmite a las entidades afectadas.

La primera revisión realizada con este procedimiento ha supuesto una elevación lineal de 1,2 puntos en los tipos aplicables a la financiación de exportaciones de bienes de equipo, permaneciendo sin variación los restantes tipos de interés fijados por la OM de 9 de noviembre de 1983 (1).

Tipos de interés del crédito oficial

La financiación a tipos de mercado de una parte cada vez mayor de las actividades del crédito oficial comenzaba a amenazar el principio legal del equilibrio financiero, ante la inercia puesta de manifiesto por los tipos de interés de sus operaciones activas. Tratando de solucionar este problema, se ha promulgado, en los últi-

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1983», en *Boletín Económico*, enero de 1984, págs. 35-36.

mos meses, una serie de disposiciones que, al tiempo que intentaban acercar los tipos del crédito oficial a los de mercado, trataban de simplificar y flexibilizar su estructura, sustituyendo el mecanismo tradicional de enumeración casuística de las diversas líneas de crédito por acuerdos más genéricos basados en bandas de tipos de interés, dentro de las cuales las entidades oficiales de crédito pueden actuar con mayor libertad.

Uno de los obstáculos planteados a esta dinámica lo representaba la fijación por real decreto de los tipos de interés aplicables a los llamados sectores especiales: eléctrico, construcción de centrales eléctricas de carbón, minería del carbón, empresas periodísticas y sectores afectados por planes de reconversión y reindustrialización. Por ello, el RD 1466/1984, de 11 de abril (BOE del 6 de agosto), ha modificado el anterior sistema, incluyendo los sectores antes citados en las normas generales vigentes sobre tipos de interés del crédito oficial, si bien se les aplicarán, en cada momento, los tipos preferenciales existentes.

Inversiones españolas en el exterior

La autorización genérica contenida en el RD 2236/1979, de 14 de septiembre, para que los inversores españoles pudieran adquirir libremente títulos de renta fija denominados en divisas, y emitidos tanto por personas jurídicas españolas públicas y privadas como por organismos internacionales multilaterales a los que perteneciera España, fue suspendida, durante seis meses, por RD 1955/1982. Posteriormente, esta restricción fue prorrogada, durante doce meses, por los RRDD 224/1983 y 222/1984, al permanecer las condiciones desfavorables en la balanza de pagos que habían motivado la suspensión inicial.

Ahora, al variar estas circunstancias, el RD 1340/1984, de 4 de julio, ha restablecido parcialmente la autorización original, al permitir a los residentes en España la libre suscripción y adquisición de títulos de renta fija o flotante denominados en divisas, siempre que hayan sido emitidos por personas jurídicas españolas públicas o privadas. La inversión en títulos similares emitidos por organismos internacionales seguirá necesitando de autorización previa, que será concedida por el Director General de Transacciones Exteriores, para operaciones que no superen los cien millones de pesetas, o por el ministro de Economía y Hacienda, en caso contrario.

Para las operaciones liberalizadas, permanece la prohibición de vender, antes de un año, los títulos adquiridos, que deberán depositarse en oficinas operantes en España de entidades delegadas.

Información financiera

La información financiera que, para una mayor transparencia del mercado de valores, deben rendir las sociedades que deseen cotizar en bolsa se produce, en primer lugar, en el momento de la aparición de nuevos títulos, dando lugar a los folletos de emisión y de admisión a cotización oficial (OM de 17 de noviembre de 1981). En segundo lugar, cuando la admisión ya se ha producido, deben hacer pública periódicamente su situación económico-financiera, con un contenido mínimo que hasta ahora era diferente, según se tratara de títulos con cotización simple o calificada (RD 1846/1980, de 5 de septiembre).

La regulación de todos estos aspectos ha sido modificada y desarrollada por una OM de 17 de julio de 1984, que fija los modelos de balance, cuenta de explotación y cuenta de pérdidas y ganancias, a los que deberán ajustarse las empresas informantes, salvo que pertenezcan a un sector que tenga aprobada su adaptación del Plan General de Contabilidad o establecidos estados contables específicos por disposición administrativa o normativa del Banco de España. Además, en lo sucesivo, la información anual obligatoria habrá de incluir, siguiendo el modelo que se fija, datos relativos a la distribución de resultados, a operaciones de actualización o regularización de valores contables de activo, a saneamiento de activos con cargo a reservas, y a aumentos o disminuciones de capital y reservas, realizados en el ejercicio mediante aportaciones efectivas de los accionistas o su distribución a los mismos.

Salvo autorización excepcional de la junta sindical correspondiente, la obligación de informar, por parte de la sociedad, no queda interrumpida aunque se suspenda la cotización de sus títulos.

Los nuevos estados contables serán de aplicación a partir de la información anual correspondiente al ejercicio cerrado en 31 de diciembre de 1984, o cualquier fecha posterior, mientras que la primera información trimestral adaptada a la nueva legislación, que también deben rendir ahora las sociedades con cotización simple, será la del cuarto trimestre de 1984.

Dentro de este apartado, también debe reseñarse que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera ha modificado el contenido y aumentado la periodicidad de la información financiera que deben remitirle las entidades de financiación (OM de 24 de julio de 1984), las sociedades de garantía recíproca (OM de 18 de julio de 1984) y las sociedades de arrendamiento financiero (OM de 24 de julio de 1984).

Entidades aseguradoras

La regulación básica de los seguros privados en España tenía su fundamento en una Ley de 16 de diciembre de 1954, que, tanto por su deficiente desarrollo sistemático como por el crecimiento e innovaciones del sector desde su publicación, venía haciendo ineficaz la tutela oficial en favor de los asegurados. Esta situación se vio últimamente agravada por la situación de crisis planteada en algunas entidades aseguradoras.

Para la reordenación general del sector, se ha promulgado la Ley 33/1984, de 2 de agosto, que regula el mercado de seguros privados en general, y el control de las empresas aseguradoras en particular. Respecto al primer tema, la Ley pretende: *a)* normalizar el mercado, suprimiendo tratamientos legales discriminatorios como los derivados del sometimiento de las entidades de previsión social a la Ley de 6 de diciembre de 1941; *b)* fomentar la concentración de empresas para lograr un sector más competitivo y saneado; *c)* potenciar el mercado de reaseguros; *d)* lograr una mayor especialización, sobre todo en el ramo de vida; *e)* clarificar la forma jurídica de las empresas —en particular, las mutualidades—, dando entrada a las sociedades cooperativas de seguros.

En relación con el control de las empresas del sector, los objetivos de la Ley son: *a)* regular las condiciones de acceso y ejercicio de la actividad aseguradora, potenciando las garantías financieras previas y acen tuando la solvencia en sus aspectos técnico y financiero; *b)* sanear el sector y prever las medidas correctoras y, en su caso, rehabilitadoras para posibles casos de crisis; *c)* protección de los intereses de los asegurados; *d)* adaptar la mediación de seguros y reaseguros a las orientaciones y prácticas internacionales.

Previamente, dado el carácter apremiante del tema, se promulgó el RDL 10/1984, de 11 de julio, por el que se establecieron medidas urgentes para el saneamiento del sector de seguros privados y para el reforzamiento de su organismo de control. Básicamente, para afrontar las situaciones de hecho ya planteadas y las que en el futuro puedan surgir, se ha creado una Comisión Liquidadora de entidades aseguradoras, con personalidad jurídica pública y plena capacidad, regulando sus funciones, órganos rectores, operativa y financiación. Asimismo, se ha ampliado la plantilla del Cuerpo Técnico de Inspección de Seguros y Ahorro y creado equipos especiales de inspección e intervención, cuyo funcionamiento ha establecido una OM de 28 de septiembre de 1984.

19-X-1984.

Información del Banco de España

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

Vigentes a 30 de septiembre 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	10,00	12,25	14,25	15,25	16,50	14,50	16,00	16,50	20,00	20,00	16,50	20,50
CENTRAL	10,25	12,25	14,25	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	19,00	19,00	16,50	18,00
ESPAÑOL DE CREDITO	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	18,00	(2,50)	16,00	19,50
HISPANO AMERICANO	10,25	12,25	14,25	15,50	17,00	14,50	16,00	16,50	25,00	25,00	17,50	18,50
POPULAR ESPAÑOL	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50	16,50	20,00
SANTANDER	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	16,00	16,50	27,00	(4,50)	18,00	21,00
VIZCAYA	10,00	12,25	14,25	14,00	16,50	14,50	16,00	16,50	18,00	18,00	16,50	20,50
<i>Media simple</i>	10,14	12,25	14,18	15,25	16,86	14,39	16,00	16,50	21,64	21,30	16,79	19,71
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	10,25	12,25	14,25	15,75	16,75	15,25	15,75	16,75	18,00	(2,50)	17,75	20,00
ALICANTINO DE COMERCIO	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ANDALUCIA	10,00	12,25	14,25	16,50	17,50	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50	16,50	20,00
ASTURIAS	10,00	12,25	14,00	15,75	16,25	14,75	16,00	16,50	20,00	20,00	16,75	19,00
ATLANTICO	10,00	12,75	14,25	15,50	16,50	14,00	16,00	16,50	19,00	(4,00)	16,00	20,00
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	9,75	12,00	13,75	14,00	14,00	14,25	15,75	16,00	23,00	23,00	16,00	21,00
BARCLAYS BANK, S. A. E.	10,50	12,50	14,50	16,50	17,50	16,00	17,00	18,00	22,00	22,00	18,50	19,50
CANTABRICO	10,25	12,25	14,25	15,75	16,75	15,25	15,75	16,75	18,00	(2,50)	17,75	20,00
CASTILLA	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,75	24,75	16,50	20,00
CATALANA	9,75	12,00	13,75	14,00	14,00	14,25	15,75	16,00	23,00	23,00	16,00	21,00
CITIBANK ESPAÑA	10,50	12,50	14,50	16,00	18,00	14,50	16,25	16,75	23,00	(4,50)	16,75	20,75
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	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	16,00	16,50	25,00	(4,50)	18,00	21,00
COMERCIAL TRASATLANTICO	10,75	12,75	14,25	16,00	-	15,50	16,50	18,00	19,00	(3,00)	16,00	18,00
COMERCIO	10,00	12,25	14,25	15,25	16,50	14,75	16,00	16,50	20,00	20,00	16,50	20,50
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	10,25	12,25	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,50	20,00	(4,00)	16,50	20,00
CREDITO BALEAR	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50	16,50	20,00
CREDITO COMERCIAL	10,25	12,25	14,00	15,00	17,00	14,25	15,75	16,50	20,00	(4,00)	16,50	22,00
CREDITO E INVERSIONES	10,25	12,25	14,25	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	19,00	19,00	16,50	18,00
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	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	15,50	15,50	17,00	22,25	22,25	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	10,25	12,25	14,25	15,75	16,75	15,25	15,75	16,75	18,00	(2,50)	-	-
EXTREMADURA	10,25	12,50	14,25	15,25	16,50	14,75	16,00	16,50	20,00	20,00	16,50	20,50
GALICIA	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50	16,50	20,00
GARRIGA NOGUES	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	18,00	(2,50)	16,00	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	10,25	12,25	14,25	15,75	16,50	15,00	16,00	16,75	25,00	25,00	16,75	19,00
GUIPUZCOANO	10,25	12,50	14,50	16,50	17,50	16,00	16,50	17,50	18,00	(4,00)	17,50	19,50
HERRERO	9,75	12,00	13,75	15,25	16,75	14,25	15,75	16,75	20,00	(2,00)	16,75	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	10,25	12,50	14,25	15,25	16,50	14,75	16,00	16,50	20,00	20,00	16,50	20,50

(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 septiembre 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	10,25	12,25	14,25	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	21,50	21,50	16,50	18,00
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	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,50	18,00	23,00	23,00	19,00	20,00
JOVER	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	16,00	16,50	25,00	(4,00)	18,00	21,00
LATINO	10,25	12,50	14,25	15,25	16,50	14,75	16,00	16,50	20,00	20,00	16,50	20,50
MADRID	10,50	12,50	14,00	14,75	17,25	14,00	16,50	17,00	18,00	(2,50)	16,50	20,00
MARCH	10,25	12,25	14,25	15,75	16,50	15,00	16,00	16,75	25,00	25,00	16,75	19,00
MAS SARDA	10,25	12,25	14,25	15,25	16,50	14,50	16,00	16,50	20,00	20,00	16,50	20,50
MASAVEU	10,00	12,50	14,00	16,50	18,00	16,00	17,00	18,00	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	10,25	12,25	14,25	15,50	16,50	14,50	16,00	16,50	18,00	18,00	16,50	21,50
MURCIA	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	16,00	16,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
NORTE	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,50	18,00	23,00	23,00	19,00	20,00
OESTE	10,25	12,50	14,25	15,25	16,50	14,75	16,00	16,50	20,00	20,00	16,50	20,50
PASTOR	10,25	12,75	14,25	15,50	16,50	15,00	16,25	16,50	18,00	(4,00)	16,50	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	10,00	12,00	14,00	14,00	16,50	14,25	15,75	16,25	27,00	27,00	16,25	19,50
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	10,25	12,25	14,25	15,00	16,50	15,00	16,00	16,50	19,00	(2,00)	16,50	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	10,25	12,25	14,25	15,75	16,75	15,25	15,75	16,75	18,00	(2,50)	16,50	20,00
SDTO. BANQUEROS BARNA.	10,25	12,25	14,25	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	22,00	(2,50)	16,00	23,00
TOLEDO	10,25	12,25	14,25	15,50	16,00	15,50	16,25	16,50	22,00	22,00	16,50	20,00
TRELLES	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	18,00	(2,50)	16,00	19,50
VALENCIA	10,25	12,25	14,25	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	19,00	19,00	16,50	18,00
VASCONIA	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50	16,50	20,00
VITORIA	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	22,00	(3,00)	16,00	19,50
ZARAGOZANO	10,25	12,25	14,25	15,50	16,00	15,50	16,25	16,50	22,00	22,00	16,50	20,00
<i>Media simple</i>	10,41	12,37	14,32	15,64	16,80	14,81	16,01	16,68	21,37	22,21	16,98	20,37
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
CATALAN DE DESARROLLO	10,50	12,50	14,00	14,75	17,25	14,00	16,50	17,00	18,00	(2,50)	16,50	20,00
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL	10,75	12,50	14,25	15,00	17,50	—	16,50	17,00	18,50	(2,50)	17,00	19,50
EXPANSION INDUSTRIAL	11,00	12,00	15,00	15,25	17,00	15,25	15,25	17,50	23,00	23,00	18,00	22,00
FINANCIACION INDUSTRIAL	10,00	12,25	14,25	14,00	16,00	14,50	16,00	16,50	27,00	27,00	17,00	20,00
FINANZAS	10,25	12,25	14,25	16,00	17,50	16,00	16,75	17,25	22,00	22,00	17,00	22,00
FOMENTO	10,25	12,25	14,25	16,50	17,50	14,75	16,00	17,00	19,00	(2,50)	16,50	20,50
GRANADA	10,25	12,25	14,25	16,00	17,00	14,75	16,00	17,00	19,00	(2,50)	16,50	18,00
HISPANO INDUSTRIAL	10,50	13,25	14,25	16,00	—	14,00	16,50	—	20,00	(3,00)	16,50	21,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	10,25	12,50	14,25	15,25	16,50	14,75	16,25	16,75	20,00	20,00	16,75	20,50
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	9,75	12,00	13,75	14,00	14,00	14,25	15,75	16,00	23,00	23,00	16,00	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	9,75	12,00	13,75	14,00	14,00	14,25	15,75	16,00	23,00	23,00	16,00	21,00
INDUSTRIAL DEL SUR	10,00	12,00	14,00	14,00	15,00	14,50	15,50	16,50	25,00	(4,00)	16,50	20,50
INDUSTRIAL DEL TAJO	10,25	12,25	14,25	16,00	17,00	15,50	16,00	16,50	19,00	(2,00)	16,50	20,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	10,50	12,50	14,50	16,50	18,50	15,50	16,50	17,50	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 septiembre 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	10,00	12,00	14,00	14,00	14,50	14,00	15,50	16,00	18,00	18,00	17,00	21,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	15,00	17,00	17,50	21,00	(3,00)	17,50	19,50
POPULAR INDUSTRIAL	11,75	12,75	13,75	14,50	13,50	15,00	15,75	17,50	23,00	23,00	17,00	20,00
PROGRESO	11,00	13,00	14,50	15,75	16,00	13,00	16,00	17,00	20,00	20,00	17,00	20,00
PROMOCION DE NEGOCIOS	10,25	12,50	14,50	15,75	16,50	15,50	16,25	16,75	20,00	20,00	16,75	20,50
URQUIJO UNION	10,25	12,25	14,25	15,50	16,50	14,50	16,00	16,50	23,00	23,00	17,50	20,50
<i>Media simple</i>	10,47	12,41	14,30	15,24	16,20	14,76	16,10	16,82	21,18	22,08	17,07	20,57
BANCOS EXTRANJEROS												
ALGEMENE BANK	—	—	—	—	—	—	—	—	23,00	23,00	18,00	22,00
AMERICA	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	16,00	17,00	18,50	22,00	(3,00)	17,00	22,00
ARABE ESPAÑOL	—	—	11,00	15,00	16,00	16,50	17,00	17,50	23,00	23,00	18,00	23,00
BANKERS TRUST	—	—	—	—	—	14,69	16,25	—	25,00	(4,00)	14,25	19,25
BARCLAYS BANK INTERNAC.	10,50	12,50	14,50	16,50	17,50	14,13	15,50	18,00	22,00	22,00	18,50	19,50
BRASIL	—	—	—	—	—	—	—	—	19,00	(3,00)	17,00	20,00
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	13,75	14,25	15,00	17,50	—	15,00	17,50	—	18,00	(2,00)	—	—
COMMERC. ITALIANO	11,00	13,00	14,50	—	—	15,00	17,00	—	25,00	(2,00)	—	—
COMMERZBANK	10,75	12,75	14,75	16,25	18,00	15,00	16,00	18,00	18,75	18,75	18,00	19,50
CONTINENTAL ILLINOIS	9,00	11,75	12,40	13,40	—	14,50	16,00	—	18,00	18,00	—	—
CRED. COMMERC	—	—	11,00	15,00	—	15,00	17,00	18,00	22,00	(2,00)	18,00	21,00
CREDIT LYONNAIS	11,00	13,00	14,00	14,50	15,50	16,00	16,50	18,50	22,00	(1,00)	19,00	21,00
CHASE MANHATTAN BANK	—	—	15,50	16,50	—	15,00	15,00	—	18,00	(3,00)	—	—
CHEMICAL BANK	—	—	—	—	—	14,75	16,50	—	17,75	(3,00)	14,96	15,71
DEUTSCHE BANK	—	13,00	14,75	17,50	18,00	15,00	16,00	18,00	19,00	19,00	17,00	19,00
DRESDNER BANK	14,25	—	14,05	14,00	—	14,55	16,25	—	20,00	20,00	—	—
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	11,00	13,50	14,50	16,50	18,50	14,50	16,00	17,50	17,00	(2,00)	18,00	20,00
FIRST INTERSTAT	—	—	15,00	15,25	—	14,00	16,00	16,75	10,50	—	—	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	—	—	12,25	13,50	—	13,25	15,00	—	21,00	(4,00)	18,00	22,00
INDOSUEZ	11,00	13,00	14,00	15,50	17,00	14,00	15,25	17,50	20,00	20,00	15,00	20,00
LONDRES Y AMERICA DEL SUR	12,50	14,50	15,50	17,50	—	17,25	18,75	23,00	25,00	(4,00)	19,00	23,00
MANUF. HANNOVER TRUST	—	—	14,50	16,00	16,50	14,50	16,00	16,50	20,00	20,00	—	—
MIDLAND BANK	—	—	—	—	—	15,00	—	—	18,00	(3,00)	—	—
MORGAN GUARANTY	13,75	—	14,00	14,00	—	14,25	15,25	—	18,00	18,00	—	—
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	—	—	15,50	16,50	—	16,00	17,50	—	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	10,50	12,50	14,50	15,75	—	16,00	16,25	—	20,00	20,00	17,00	18,50
PAÑIBAS	—	—	15,25	16,00	—	15,00	16,50	18,00	22,00	(2,00)	18,00	22,00
ROMA	12,00	—	13,00	17,00	—	15,00	17,50	—	18,00	18,00	—	—
S.G.B. BANCO BELGA	—	—	17,00	18,00	19,50	16,00	17,50	19,00	22,00	(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	—	—	—	—	—	15,00	15,00	—	20,00	(2,00)	—	—
TOKYO	—	—	—	—	—	15,00	16,00	—	23,00	(2,00)	—	—
<i>Media simple</i>	11,70	13,28	14,32	15,92	17,47	15,15	16,40	18,14	20,36	20,21	17,40	21,00
TOTAL BANCA PRIVADA												
<i>Media simple</i>	10,62	12,51	14,31	15,61	16,79	14,87	16,13	16,95	21,07	21,72	17,07	20,49

(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 septiembre de 1984

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- bertos 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.	—	—	11,25	15,25	16,25	14,00	15,00	16,00	17,00	(0,00)	16,00	19,50
ALAVA PROVINCIAL	9,50	12,00	13,50	14,00	14,00	13,00	13,50	14,00	20,00	20,00	14,00	19,00
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	10,50	11,00	14,00	16,00	13,50	13,50	14,00	17,00	(4,00)	16,00	20,00
ALICANTE Y MURCIA	9,00	11,00	13,00	13,50	16,50	12,50	14,00	15,50	18,00	(3,00)	15,00	19,00
ALMERIA	—	—	11,00	15,00	—	14,00	16,00	17,00	21,00	(6,00)	16,00	21,00
ANTEQUERA	—	—	10,25	14,00	16,00	11,00	13,00	14,00	21,00	(2,00)	14,00	19,00
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	—	—	10,25	15,00	18,00	12,50	13,50	14,50	20,00	(5,00)	16,00	19,00
AVILA PRESTAMOS	—	—	10,25	15,00	18,00	12,50	13,50	14,50	20,00	(5,00)	16,00	19,00
BADAJOS	—	—	10,00	14,00	17,00	11,50	14,50	15,50	20,00	20,00	15,00	17,00
BALEARES	—	—	9,00	14,25	14,75	11,50	11,50	11,50	22,00	(4,00)	14,50	19,50
BARCELONA MONTE	10,00	11,50	12,50	13,50	15,00	13,50 ^c	14,50 ^c	16,00 ^c	19,50	19,50	15,50	19,50
BARCELONA PENSIONES	9,00	9,50	10,50	11,00	13,00	11,50	13,00	14,50	22,00	(2,00)	15,50	19,50
BILBAO MUNICIPAL	—	—	10,00	15,00	13,00	12,50	13,00	14,50	22,00	(3,00)	14,50	20,00
BILBAO VIZCAINA	9,50	10,50	11,00	12,50	13,50	11,50	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
BURGOS C.C.O.	10,25	—	10,50	14,00	15,50	11,50	13,00	14,00	17,00	(2,00)	14,00	17,00
BURGOS MUNICIPAL	—	—	10,50	16,00	17,50	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	15,00	16,00	11,50	15,00	16,00	23,00	(4,00)	16,00	21,00
CARLET	—	—	8,50	—	—	13,00	13,00	13,00	24,00	(6,00)	13,00	20,50
CASTELLON	—	—	10,00	15,00	16,50	10,00	13,50	16,00	19,00	(3,00)	14,00	19,00
CATALUÑA	—	—	11,00	13,00	14,50	11,00	13,00	14,50	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	—	—	10,00	15,50	17,00	11,00	13,50	15,00	19,00	22,75	14,00	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	—	—	8,25	15,50	—	12,00	15,50	16,50	20,00	20,00	18,00	19,50
CUENCA	—	—	11,00	14,00	16,00	13,00	14,00	16,00	21,00	(3,00)	16,00	20,00
GALICIA	10,25	12,25	13,25	15,00	15,00	12,50 ^d	13,25 ^d	14,25 ^d	20,00	(4,00)	14,00	19,00
GENERAL CANARIA	10,00	13,00	14,00	16,50	17,00	—	15,00	15,00	16,25	(1,50)	14,50	20,00
GERONA	10,00	12,00	13,75	15,00	16,00	12,50	13,50	14,50	20,00	20,00	15,00	19,00
GRANADA MONTE	—	—	9,00	15,00	16,50	12,00	14,00	15,50	20,00	(3,00)	16,00	19,00
GRANADA PROVINCIAL	—	—	9,00	15,00	16,50	12,00	14,00	15,00	20,00	(3,00)	13,00	20,00
GUADALAJARA	—	—	12,50	13,50	14,00	13,50	15,00	15,50	19,00	(4,00)	15,50	19,50
GUIPUZCOA PROVINCIAL	9,50	12,00	13,50	14,50	16,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
HUELVA	—	—	10,00	15,00	15,50	14,50	15,00	16,00	20,00	(2,00)	14,00	19,50
JAEN	11,00	12,00	13,50	16,50	18,50	13,00	15,00	16,00	19,00	19,00	18,00	20,00
JEREZ	—	—	10,50	14,00	14,50	12,00	13,50	14,50	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	13,75	14,50	15,00	12,50	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	12,25	14,25	14,25	—	11,00	13,50	22,50	22,50	15,50	19,50
MANRESA	—	—	9,25	14,00	15,00	12,50	13,50	14,50	20,00	(3,00)	15,00	19,75
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	10,50	11,75	13,00	15,00	17,00	14,00	15,00	16,00	20,00	(3,00)	15,00	20,00
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	—	—	9,00	13,00	14,00	12,00	12,00	12,00	19,00	(4,00)	12,00	19,00
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	9,50	11,00	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	19,50	19,00	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 septiembre 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	-	-	-	-	-	16,00	16,50	17,00	22,00	22,00	18,00	19,00	
PONTEVEDRA	9,50	9,50	9,50	16,00	16,25	15,50	15,50	15,50	22,00	(4,00)	15,50	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	11,00	12,50	13,50	15,00	17,00	12,00	14,00	16,50	20,00	20,00	12,00	20,00	
SABADELL	10,50	12,00	13,00	14,00	15,50	14,50	14,50	14,75	22,00	(3,00)	15,50	20,00	
SAGUNTO	9,50	10,00	10,50	15,00	16,00	16,00	13,00	13,50	14,00	20,00	(3,00)	14,00	20,00
SALAMANCA	-	-	9,00	13,00	14,00	12,00	12,00	12,00	19,00	(4,00)	12,00	19,00	
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	-	-	9,00	15,00	16,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00	
SANTANDER	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	12,00	18,00	
SEGORBE	-	-	11,00	15,00	17,00	12,00	12,00	12,00	19,00	19,00	16,00	19,00	
SEGOVIA	10,00	12,00	13,75	15,00	16,00	13,00	15,00	15,50	20,00	20,00	15,50	18,50	
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	-	-	10,00	14,00	16,50	11,00	13,00	15,00	20,00	(5,00)	14,00	19,50	
SORIA	-	-	11,00	15,50	16,50	13,00	14,00	16,00	18,00	(4,00)	15,00	19,00	
TARRAGONA	11,25	12,25	13,25	16,00	16,00	12,50	12,00	14,00	22,00	(1,25)(e)	16,50	20,00	
TARRASA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	14,50	14,50	16,50	21,00	21,00	16,50	19,50	
TOLEDO	10,00	10,50	11,00	15,00	-	13,00	14,00	15,00	22,00	(3,00)	14,00	19,00	
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	-	-	10,75	14,50	16,50	11,50	12,00	15,00	19,00	(3,50)	14,00	19,50	
VALLADOLID PROVINCIAL	10,50	12,50	13,50	15,50	-	11,50	14,00	16,50	19,00	(5,00)	17,00	19,50	
VIGO	9,00	11,00	12,25	13,50	15,00	13,00	14,00	15,00	22,00	22,00	16,00	21,00	
VILAFRANCA DEL PENEDES	10,00	12,00	13,00	15,00	16,00	12,00	12,00	14,50	21,00	(3,00)	14,50	19,50	
VITORIA CIUDAD	-	-	9,50	13,75	-	14,00	14,00	14,00	23,00	(2,00)	14,00	19,00	
ZAMORA	-	-	10,50	13,50	15,00	12,00	14,00	15,00	19,00	(5,00)	15,50	19,50	
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	10,25	12,25	13,75	15,25	16,50	12,00	12,50	14,50	22,00	(4,00)	15,00	19,00	
ZARAGOZA INMACULADA	-	-	10,50	14,00	15,00	12,00	14,00	15,00	20,00	(6,00)	15,00	19,00	
CAJA POSTAL	-	-	-	-	-	-	14,00	14,75	20,00	(2,00)	16,00	19,00	
<i>Media simple</i>	10,11	11,71	11,49	14,58	15,81	12,76	13,91	14,91	19,92	20,68	14,94	19,53	

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

(e) Trimestral.

CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
29/84 de 7 de septiembre	Entidades de depósito. Crédito a la exportación computable y con apoyo oficial.	7 septiembre 1984
30/84 de 17 de septiembre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado interior y amortizable, bonos del Estado.	22 septiembre 1984
31/84 de 17 de septiembre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado interior y amortizable formalizada en obligaciones del Estado.	22 septiembre 1984
32/84 de 17 de septiembre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda desgravable del Estado al 13,50 %.	22 septiembre 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.

AVANCE DEL ANALISIS ECONOMICO FINANCIERO DE LA CENTRAL DE BALANCES (1982-1983)

En 1983, los ministros de Economía y Hacienda y de Industria y Energía encargaron al Banco de España la creación de una Central de Balances de Empresas no financieras, que continuara y potenciara los trabajos que venía realizando la Administración en este terreno. Su objetivo era el de abrir una vía de investigación permanente, directa e inmediata, sobre la realidad de nuestras empresas, con el fin de poner de manifiesto su situación económico-financiera, su evolución temporal y su estructura sectorial.

Ese mismo año, se creó la Central de Balances, cuyos primeros trabajos, recogidos en 17 volúmenes, se publicaron en febrero de 1984, bajo el título genérico de ANALISIS ECONOMICO-FINANCIERO, con los resultados de los ejercicios 1981 y 1982, estructurándolos en dieciséis grandes sectores y sesenta y seis sectores, y prestando una atención especial al análisis por separado de las empresas públicas y privadas.

Para la realización del análisis de los ejercicios 1982 y 1983, se remitieron cuestionarios, en el mes de mayo del presente año, a unas 19.000 empresas, siendo su respuesta superior a la registrada en el ejercicio anterior.

El Avance de los ejercicios 1982 y 1983 se realiza sobre la base de los datos contenidos en los 1.840 cuestionarios (1.595 de empresas privadas y 245 de empresas públicas) que en septiembre de 1984 fueron considerados formalmente correctos para su tratamiento informático, por haber superado cada uno de ellos las pruebas de coherencia y de resultados agregados.

La cobertura del Avance es del 20 por ciento de todos los asalariados ocupados registrados en la Encuesta de Población Activa de 1983, exceptuando los grandes sectores «Agrario», «Pesca» y «Otros servicios», que, por su pequeña cobertura, no son significativos.

Se resaltan en el estudio, por su importancia al analizar los datos globales, las diferencias sustanciales entre las empresas públicas y las privadas, tanto en su estructura económica y financiera, como en su rentabilidad y en su tamaño, ya que, en este último aspecto, las empresas públicas tienen un número medio de trabajadores seis veces superior al de las privadas.

En cuanto a la rentabilidad, en 1983, los beneficios netos totales de las empresas privadas han experimentado un incremento sobre los de 1982 de un 148 por ciento, y, por el contrario, las pérdidas netas totales de las empresas públicas han experimentado un incremento del 56 por ciento.

En relación con la producción, el resultado neto total —o resultado contable— ha experimentado en 1983, por cada cien pesetas producidas, un incremento de 1,3 pesetas en las empresas privadas y una reducción de 1,1 pesetas en las empresas públicas. La diferencia entre los resultados netos totales —o resultados contables— de las empresas privadas y los de las empresas públicas se debe, por una parte, a la menor rentabilidad económica del activo neto de las segundas, y, por otra, a la diferente estructura de sus recursos; la proporción de los recursos ajenos remunerados sobre patrimonio neto es, en 1983, del 96 por ciento en las empresas privadas y del 158 por ciento en las públicas.

La estructura financiera de las empresas ha mejorado en 1983 respecto a 1982, afectando esta mejoría tanto a las empresas privadas como a las públicas, aunque en mayor medida a aquéllas. Esto se debe, fundamentalmente, a la regularización de balances.

El incremento del patrimonio neto de las empresas privadas se consigue, prácticamente, sin aportar nuevos recursos, ya que casi la totalidad de dicho incremento se debe a las regularizaciones de balances. Las aportaciones de recursos por los accionistas y por la aplicación de resultados cubren casi exactamente los saneamientos de activos. A diferencia de la privada, la empresa pública ha necesitado la aportación de impor-

tantes recursos que se han destinado a cubrir pérdidas, a sanear activos, y, en menor proporción, al incremento de su inmovilizado. Sus inversiones reales en inmovilizado se han efectuado, en su mayor parte, mediante la apelación al crédito.

En la estructura económica de las empresas, se observa en 1983 una tendencia del inmovilizado neto a adquirir un mayor peso relativo frente al activo circulante neto.

También cabe mencionar la reducción de la liquidez en términos reales, tanto la de las empresas privadas como la de las públicas.

La evolución de las empresas privadas y de las públicas es dispar, ya que, mientras el porcentaje de las empresas privadas «con pérdidas» desciende, de 1982 a 1983, del 28 al 23 por ciento, descendiendo, asimismo, la pérdida media por empresa, el porcentaje de empresas públicas «con pérdidas» aumenta, en el mismo período, del 45 al 53 por ciento, y aumenta, asimismo, la pérdida media por empresa.

Por último, se analiza la evolución del empleo en 1983, resaltando, entre otros aspectos, que, en las empresas con pérdidas, en ambos años, tanto privadas como públicas, disminuye el número total de empleados, y, también en ambos años, en las empresas sin pérdidas, tanto privadas como públicas, aumenta el número total de empleados.

