

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

febrero 1985

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).
- 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).
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}+\text{Jul}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).
- 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).

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 Evolución monetaria
- 10 Sector público
- 13 Actuación de los fondos de inversión en el mercado monetario
- 17 La distorsión del precio del trabajo en la industria española en comparación con la experiencia de los países de la CEE
- 33 Información del Banco de España
- 34 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en enero de 1985.
- 36 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 37 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 39 Indicadores económicos

Evolución monetaria

En el transcurso del mes de enero y de la primera quincena de febrero, las notas más destacadas de los mercados financieros internacionales fueron la fortaleza continua del dólar estadounidense y la marcada debilidad de la libra esterlina que obligó a las autoridades británicas a tomar serias medidas para evitar un acusado deterioro de su divisa. La apreciación del dólar americano destaca aún más, si se considera que coincidió con un nuevo empeoramiento de la balanza por cuenta corriente y con un continuo descenso de los tipos de interés en aquel país a lo largo de todo el período, prácticamente.

Durante el mes de enero, la actuación del Banco de España en los mercados cambiarios trató de mitigar la tendencia a la apreciación del tipo de cambio de la peseta, adquiriendo un volumen considerable de reservas de divisas. El tipo de cambio efectivo nominal de la peseta se apreció frente al conjunto de países desarrollados y frente a las monedas de la CEE. Sin embargo, en la primera quincena del mes de febrero, a medida que el dólar americano adquiría fortaleza en todos los mercados, se ha podido observar una acusada pérdida de valor frente al dólar, que, si bien ha sido inferior a la experimentada por las monedas del Mercado Común, ha determinado una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal de nuestra divisa frente a los países desarrollados.

En los mercados financieros internos, el ritmo de expansión de los agregados monetarios ha sido muy moderado durante el primer mes de 1985. Este lento crecimiento contrasta con la aceleración registrada en el mes de diciembre de 1984, y podría atribuirse, en cierta medida, a un ajuste a la baja en las tasas de avance de los depósitos de las instituciones bancarias, después de las operaciones contables que suelen producirse al cierre del año y que dan como resultado una sobrevaloración de los pasivos bancarios. La diferente intensidad de estos movimientos de un año a otro determina que los coeficientes de estacionalidad no sean capaces de anular estas perturbaciones en las series históricas.

Si se observa la evolución de las distintas magnitudes monetarias, llama la atención la diferencia próxima a cuatro puntos, entre las tasas de crecimiento de los activos líquidos en manos del público —ALP— y las disponibilidades líquidas —M₃—, y el desigual ritmo de avance de los depósitos de bancos y cajas de ahorro. Ambos fenómenos se encuentran, seguramente, asociados al descenso que están experimentando las retribuciones de los depósitos de las entidades bancarias. Este hecho ha debido de potenciar una redistribución de los distintos tipos de activos en las carteras del público, con des-

plazamientos de fondos desde depósitos hacia otras clases de pasivos ofrecidos por las instituciones bancarias, que gozan, además, de claras ventajas fiscales frente a los depósitos. El ajuste a la baja de los tipos de interés está siendo mucho más profundo en la banca que en las cajas de ahorro, lo que explica una mayor intensidad del fenómeno en el primer tipo de instituciones.

Según los datos provisionales disponibles, la necesidad de financiación de las administraciones públicas fue la principal contrapartida que impulsó el crecimiento de los agregados monetarios. La financiación al sector privado se ha desacelerado respecto a la expansión registrada en los dos últimos meses del año, aunque sin descender del ritmo promedio con que evolucionó a lo largo de 1984. El saldo de reservas exteriores se incrementó en una cuantía en torno a los 500 m. de dólares.

A lo largo del mes de enero y en las dos decenas transcurridas de febrero, el Banco de España siguió instrumentando una política tendente a acomodar el crecimiento de las magnitudes monetarias, mediante la concesión de cuanta liquidez le era demandada por el sistema a un determinado precio. A ex-

cepción del cierre del mes de enero, en que se produjo un fenómeno transitorio de exceso de activos de caja, los tipos de interés negociados en los mercados monetarios interiores han evolucionado con notable estabilidad.

Los mercados financieros internacionales

A lo largo del mes de enero, los aspectos más sobresalientes de los mercados financieros internacionales fueron la persistente fortaleza del dólar americano y el descenso experimentado por los tipos a corto del mercado estadounidense. En los mercados europeos, destacó la acusada caída de la libra esterlina, pese a la fuerte elevación de los tipos de interés que las autoridades monetarias británicas propiciaron.

Aunque la depreciación de las monedas de los países desarrollados respecto al dólar fue general, es de destacar la caída del 5% de la libra esterlina, la del 4% del franco suizo y la del 2,5% del yen japonés. Estos resultados se produjeron, a pesar del

1. Cotización al contado de las principales monedas

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

	Dólar USA				Peseta			
	Semana 11-15 FEB		ENE 1985		Semana 11-15 FEB		ENE 1985	
	Tipo de cambio	% s/última semana ENE	Tipo de cambio	% s/DIC de 1984	Tipo de cambio	% s/última semana ENE	Tipo de cambio	% s/DIC de 1984
	1	2	3	4	5	6	7	8
Peseta/Dólar USA (a)	180,78	3,06	175,10	1,98	180,78	-2,97	175,10	-1,94
Franco francés	10,00	3,30	9,70	2,16	18,07	0,23	18,06	0,19
Libra esterlina (b)	1,10	2,21	1,13	5,32	198,30	-0,82	197,72	3,28
Franco suizo	2,79	4,41	2,66	3,91	64,79	1,31	65,92	1,89
Marco alemán	3,27	3,37	3,17	2,25	55,21	0,30	55,28	0,26
Yen japonés (c)	260,75	2,32	253,95	2,57	69,33	-0,73	68,95	0,58
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO								
NOMINAL (TCE) (d):								
Mundo	...	...	...	...	55,78	-1,54	56,70	-0,72
Países desarrollados	...	...	...	...	70,97	-0,50	71,35	0,15
CEE	...	...	...	...	84,34	0,12	84,28	0,64

(a) Las columnas 1 a 4 recogen la apreciación (+) o depreciación (-) del dólar USA frente a la peseta; las columnas 5 a 8, la apreciación (+) o depreciación (-) de la peseta frente al dólar USA.

(b) Dólares USA por unidad nacional.

(c) Pesetas por 100 unidades nacionales.

(d) Medias geométricas ponderadas de los índices de variación del valor de la peseta frente a las monedas de los países incluidos en cada grupo. La ponderación utilizada es la participación porcentual de cada país dentro del comercio exterior de España (suma de exportaciones e importaciones), durante el período 1979 a 1981. Los tipos de cambio utilizados en el cálculo de los índices están expresados en unidades de moneda extranjera por peseta. La base de dichos índices es el cambio de la peseta en 1980, frente a cada una de las monedas de los países incluidos.

persistente déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos americana y del continuado descenso de los tipos de interés de los activos denominados en dólares. A partir de la mitad de enero, los tipos de los bonos del gobierno a un mes descendieron en torno a 0,4 puntos porcentuales, y el tipo preferencial bajó hasta el 10,5%, desde el 10,75% en que permanecía desde mediados de diciembre del año anterior. En Londres, el eurodólar a un mes perdió, asimismo, 0,5 puntos como promedio a lo largo de enero.

En los mercados interiores europeos, los tipos a corto permanecieron prácticamente invariables con la sola excepción del Reino Unido, donde experimentaron una brusca elevación —alrededor de 2 puntos porcentuales, en términos de media mensual—. El tipo preferencial de los mayores bancos británicos subió hasta el 10,5%, el 10 de enero, y hasta el 14%, al final de mes, nivel éste desconocido desde mediados de 1982. Esta evolución fue consecuencia de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias británicas para proteger la cotización de la libra esterlina, que mostró signos de acusada debilidad ante el persistente descenso de los precios del petróleo.

Durante la primera quincena de febrero, la fortaleza del dólar fue más marcada, llegando a apreciarse en torno al 3,5% frente al marco alemán, cerca del 4,5% frente al franco suizo y por encima del 3% frente al franco francés. La libra esterlina recuperó algo su posición, después de las medidas adoptadas en enero, pero no pudo evitar una nueva caída en su cotización frente al dólar.

En este período, las autoridades europeas adoptaron algunas medidas en defensa del valor de sus monedas, pero, en general, los tipos de interés en los mercados interiores de los distintos países permanecieron bastante estables. La única excepción volvió a constituir la el Reino Unido, donde el tipo a un mes del mercado interbancario registró, de nuevo, una elevación cercana a los 2 puntos porcentuales.

Hacia la mitad de febrero, la presión sobre las divisas europeas cedió levemente ante los rumores de intervención en los mercados de los bancos centrales de Alemania Occidental, Gran Bretaña y Japón. Los resultados finales de estas acciones no han sido, sin embargo, satisfactorios, y el dólar ha vuelto a registrar, a finales de la segunda decena del mes, nuevos máximos en los mercados cambiarios.

No es previsible que la cotización del dólar se de-

bilite sustancialmente en el futuro inmediato. Los tipos de interés en los mercados americanos han vuelto a experimentar una tendencia alcista a lo largo de los días transcurridos de febrero, lo que se ha venido a sumar al conjunto de motivos hasta entonces existentes, favorables a las colocaciones en esta moneda.

A lo largo del mes de enero, la evolución seguida por los tipos de interés en los euromercados y la correspondiente a los tipos españoles han dado como resultado una ampliación de los diferenciales descubiertos. En Londres, en el mercado del eurodólar a un mes, dicho diferencial fue de 4 puntos porcentuales, llegando hasta los 6 y 7 puntos en el caso del marco alemán y del franco suizo, respectivamente. Durante la primera quincena de febrero, y por lo que se refiere a las monedas europeas, estos valores han permanecido prácticamente invariables. Sin embargo, respecto al dólar se ha producido una ligera caída, al haberse incrementado los tipos de interés de los activos denominados en esta divisa.

Los agregados monetarios y de liquidez

En el transcurso del mes de enero, el avance de los activos líquidos del público —ALP— fue del 9,5%, mientras que el correspondiente a las disponibilidades líquidas —M₃— se situó en el 5,5%.

Cabe destacar dos aspectos de la evolución de los distintos agregados. Por un lado, la ampliación del diferencial de tasas de crecimiento entre ALP y M₃. Por otro, el distinto comportamiento seguido por los depósitos de los bancos, cajas de ahorro, y cooperativas de crédito, cuyas tasas de variación fueron —2,7%, 19,3% y 21,6%, respectivamente.

2. Agregados monetarios (∅)

	1984		1985
	III TR	IV TR	ENE
	T ₃ ¹	T ₃ ¹	T ₁ ¹
ALP	16,9	13,2	9,5
M ₃	15,7	11,8	5,5
Otros activos líquidos en manos del público	30,6	28,1	55,1
Aportación al crecimiento de ALP			
M ₃	14,4	10,8	4,9
Otros activos líquidos en manos del público	2,5	2,4	4,6

La diferencia en las tasas de expansión de ALP y M₃ viene explicada por los elevados ritmos de avance que experimentaron otras formas de captación de recursos de las instituciones bancarias alternativas a los depósitos, tales como los distintos tipos de empréstitos emitidos tanto por bancos como cajas de ahorro, así como los pasivos por operaciones de seguro de estas últimas. En efecto, los saldos medios de bonos de caja y tesorería de la banca privada registraron elevaciones de unos 20 mm., a pesar de las fuertes amortizaciones que simultáneamente se produjeron. El conjunto de bonos de tesorería, títulos hipotecarios y pasivos por operaciones de seguro de las cajas de ahorro se incrementó en 50 mm., en términos de medias mensuales.

Estos desplazamientos que se vienen observando en los últimos meses entre los distintos pasivos bancarios están asociados, probablemente, a los descensos en las retribuciones de los depósitos de los bancos y las cajas de ahorro. Ambos grupos de entidades, ante la presión de una clientela no acostumbrada a que se reduzca la rentabilidad de sus colocaciones, están desplazando sus pasivos hacia instrumentos no monetarios que gozan de un alto grado de liquidez, garantizado, en la mayoría de los casos, por las propias entidades. Además, estos pasivos disfrutaban de ventajas fiscales frente a los depósitos bancarios.

Aunque el fenómeno descrito es común tanto a los bancos como a las cajas de ahorro, es muy diferente la intensidad con que está afectando a ambos tipos de instituciones. La razón fundamental es que la banca privada está forzando unos ajustes a la baja en la retribución de sus depósitos, más considerables que los impuestos por las cajas de ahorro. Esto, además, incide en un tipo de clientela que se caracteriza por una mayor agilidad en la toma de decisiones implícitas en el fenómeno comentado.

El crédito interno

Con los datos provisionales recibidos hasta el momento, cabe deducir que los fondos puestos a disposición de los sectores internos de la economía por el sistema crediticio y por los mercados monetarios durante el mes de enero crecieron a un ritmo elevado. La mayor parte de esta expansión se dirigió a financiar al sector público. Esta fue la principal contrapartida que sustentó el crecimiento de ALP.

Durante la primera decena de dicho mes, las necesidades financieras de las administraciones públi-

cas fueron muy intensas, en términos de cifras de-
sestacionalizadas. En el resto del período, se
moderaron sustancialmente, aunque no lo bastante
para compensar el impulso expansivo anterior. Al
cierre de enero, la financiación neta otorgada al Es-
tado rebasaba en unos 16 m.m. las previsiones que
se realizaron al comienzo del año para este período.
La mayor aportación de fondos provino de las tres
subastas de pagarés del Tesoro realizadas en el
mes, con unos ingresos netos efectivos de 613 m.m.
(1.289 m.m. brutos menos 676 m.m. de amortizacio-
nes). Esta cantidad fue muy superior a las necesida-
des del Tesoro, por lo que el recurso al Banco de
España experimentó un acusado descenso.

En términos nominales, el saldo vivo de pagarés
del Tesoro aumentó en 750 m.m. a lo largo del mes.
Dentro del sistema crediticio, el conjunto de bancos
y cajas absorbió el 51% (40% la banca y 11% las ca-
jas de ahorro). El sector privado no financiero sus-
cribió un 15% de dicho incremento. Estas cifras po-
nen de manifiesto el atractivo que estas inversiones
siguen teniendo, tanto para las instituciones crediti-
cias como para las del público en general. Los sal-
dos medios mantenidos por la banca privada reba-
saron en 5 puntos porcentuales el coeficiente
obligatorio, elevándose hasta casi 6 puntos en el
caso de las cajas de ahorro.

Después del impulso al alza de los dos últimos
meses del año 1984, la financiación concedida a fa-
milias y empresas no financieras por el sistema cre-
diticio y por los mercados monetarios interiores pa-
rece haber registrado un descenso en su ritmo de
expansión. Con cifras muy provisionales, se estima
que los fondos otorgados en forma de crédito ha-

3. Excedente de caja legal (Ø)

%

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
1984			
JUL	0,068	0,087	0,040
AGO	0,046	0,061	0,121
SEP	0,031	0,037	0,023
OCT	0,076	0,084	0,064
NOV	0,031	0,040	0,018
DIC	0,048	0,059	0,032
1. ^a dec	0,032	0,037	0,026
2. ^a dec	0,045	0,052	0,034
3. ^a dec	0,066	0,088	0,034
1985			
ENE	0,079	0,086	0,066
1. ^a dec	0,036	0,049	0,017
2. ^a dec	0,043	0,052	0,029
3. ^a dec	0,150	0,152	0,145

brán crecido, en enero, en torno al 4,5%, elevándose hasta el 5,5%, si se incorporan los facilitados por los mercados monetarios en forma de letras endosadas y pagarés de empresa avalados. Estos ritmos se muestran acordes con la tasa media de expansión alcanzada a lo largo de 1984. A pesar de la caída que vienen manifestando los tipos de interés de los créditos otorgados por las entidades bancarias, el sector privado continuó sin encontrar en los mercados internos unas condiciones atractivas de coste y disponibilidad de recursos para volcar en ellos la totalidad de su demanda. Es posible que una cierta proporción de ésta se haya dirigido a los mercados exteriores, en vista de las condiciones favorables que presentan los tipos de interés y de la relativa fortaleza que viene exhibiendo la peseta en los mercados cambiarios.

La intervención del Banco de España y la evolución de los mercados monetarios

A lo largo del mes de enero, prosiguió la tendencia hacia la apreciación de la peseta frente al resto de monedas europeas. A pesar de la fuerte intervención compradora de dólares del Banco de España —con un incremento de reservas en torno a los 500 m. de dólares—, el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a la CEE se apreció un 0,65%, y nuestra divisa ganó también posiciones frente al yen japonés. Sin embargo, la peseta siguió depreciándose frente al dólar americano, y el índice del valor al contado peseta/dólar registró una caída cercana al 2%. Como consecuencia de estos movimientos, el tipo efectivo nominal respecto al conjunto de países desarrollados registró una ligera apreciación: 0,15%.

Se estima que, en este período, el tipo de cambio efectivo real de la peseta se apreció, tanto frente a la CEE como frente al conjunto de países desarrollados. Con los últimos datos de precios al consumo disponibles, se prevé que el incremento alcance el 1,8% frente a la CEE y el 1,3% frente a los países desarrollados.

Durante la primera quincena de febrero, sin embargo, el dólar ha mostrado una fortaleza formidable en todos los mercados. Al finalizar la segunda semana de febrero, esta moneda cotizaba a 180,35 pesetas frente a 175,45 con que cerró el mes de enero. Por tanto, la depreciación de la peseta frente a la divisa americana se ha situado en las proximidades del 3% en los quince primeros días del mes.

El resto de monedas europeas se depreció frente al dólar más intensamente que la peseta, lo que propició una ligera apreciación de ésta frente al área de la CEE: 0,12%. No obstante, esta apreciación no compensó la intensa pérdida de valor frente al dólar americano y el yen japonés, dando como resultado una caída en el tipo de cambio efectivo nominal, frente al conjunto de países desarrollados, del 0,50%. En este período, la intervención del Banco de España ha sido mucho más moderada, permitiendo que los mercados marcaran una pauta de la peseta más autónoma que la registrada en el transcurso del primer mes del año.

En el período que comprende el mes de enero y la primera quincena de febrero, el mercado a plazo se ha caracterizado por la ausencia de tensiones sobre la peseta, manteniéndose un saldo equilibrado de operaciones compradoras y vendedoras de divisas a plazo.

La nota más sobresaliente de la evolución de los mercados monetarios interiores fue la estabilidad de sus condiciones, sólo rota por un exceso generalizado de liquidez en el sistema, en los últimos días del mes de enero.

En la primera decena de dicho mes, la oferta de activos de caja creció por debajo de los objetivos medios programados. La expansión de los pasivos bancarios fue atendida, en parte, con activos de caja acumulados por las entidades bancarias durante el último tercio del mes anterior. El coeficiente de excedentes del conjunto de bancos y cajas de ahorro descendió hasta un nivel medio del 0,036%, desde el 0,066% en que se situó en el último tercio del mes de diciembre. La segunda decena transcurrió dentro de un clima de tranquilidad, con una ligera elevación de tipos, que se localizaron en unos niveles medios del 12,4% en el día a día, y del 12,4% y 12,3% en los plazos de uno y tres meses, respectivamente.

Prácticamente, a lo largo de todo el mes de enero, el Banco de España prosiguió con su política consistente en facilitar a las entidades toda la liquidez demandada a un tipo prefijado del 12,5%. Sólo a partir del día 29 suspendió la concesión de préstamos, cuando el volumen de los pagarés del Tesoro emitidos en la subasta realizada en dicho día fue muy inferior al de los que se amortizaban, y el sistema comenzó a dar muestras de excesiva liquidez. En los días restantes del mes, el Banco de España no realizó ventas temporales de pagarés, capaces de drenar la liquidez sobrante en el mercado. La transitoriedad del exceso de dinero, ante el ingreso al Tesoro de la recaudación de impuestos que las enti-

4. Tipos de mercado monetario (Ø)

Porcentajes

	Tipos día a día			Tipos a plazo			
	Interbancario	Banco de España		Interbancario		Banco de España cesiones temporales de pagarés	
		Subasta de préstamos	Adquisición temporal de pagarés	Un mes	Tres meses	Un mes	Tres meses
1984							
JUL	11,13	12,67	11,62	12,58	13,63	11,75	12,75
AGO	12,68	13,00	13,03	13,12	13,65	11,75	12,75
SEP	12,52	13,00	12,93	12,82	13,14	11,75	12,75
OCT	10,87	12,67	11,58	12,45	12,97	11,54	12,49
NOV	12,96	12,00	13,18	12,71	12,88	11,17	12,14
DIC	12,11	12,50	12,17	12,00	12,23	10,75	12,00
1. ^a dec	12,37	12,50	12,66	12,10	12,18	10,75	12,00
2. ^a dec	12,18	12,50	12,50	12,14	12,17	10,75	12,00
3. ^a dec	11,81	12,50	11,47	11,74	12,36	—	12,00
1985							
ENE	11,35	12,50	11,89	12,19	12,25	10,76	11,88
1. ^a dec	12,15	12,50	12,44	12,12	12,18	—	—
2. ^a dec	12,38	12,50	12,71	12,37	12,33	10,76	12,00
3. ^a dec	9,90	12,50	10,84	12,10	12,25	—	11,81
FEB							
1. ^a dec	12,21	12,50	12,67	12,20	12,21	—	11,75

dades habían de realizar en los primeros días de febrero, y la no disposición del Banco de España a efectuar ventas temporales a plazo inferior al mes, determinó que la decena cerrara con un nivel de activos de caja bastante abultado.

Como consecuencia de todo ello, el tipo de interés a un día del mercado interbancario descendió bruscamente hasta alcanzar valores del 4,5%, al cierre del mes. La subasta de pagarés del Tesoro de 1 de febrero mejoró algo la situación, pero no lo bastante para que los tipos a un día superasen el 6,5%. En los días posteriores, los tipos de interés volvieron a niveles en torno a 12,0–12,5%.

En los veinte primeros días del mes de febrero, los mercados monetarios se han mantenido bastante estables con tipos suavemente descendentes, sobre todo a partir del día 15 en que el Banco de España decidió recortar en 0,25 puntos porcentuales el tipo marginal de la concesión de préstamos.

22-II-1985.

Sector público

Evolución de la Seguridad Social en el período enero-septiembre

En los nueve primeros meses del pasado año, las cuentas de la Seguridad Social (incluyendo el desempleo) arrojan un superávit de las operaciones no financieras de 195,9 m.m. Dicho saldo corresponde a la Seguridad Social en sentido estricto, pues las operaciones relacionadas con el desempleo muestran un saldo prácticamente nulo (véase cuadro 1). Con respecto al superávit del mismo período de 1983, se ha producido una reducción de 58,3 m.m., como resultado de unos crecimientos de los ingresos y de los gastos no financieros en los tres primeros trimestres del año del 10,3 % y del 13,6 %, respectivamente.

1. Sistema de Seguridad Social. Ingresos y gastos

	ENE - SEP	
	1983	1984
Saldo de operaciones no financieras (a)	164,2	105,4
Ingresos	2.458,5	2.710,9
Gastos	2.294,3	2.605,5
Saldo de operaciones financieras	-164,2	-105,4
Variación neta de pasivos (b)	7,0	-108,5
Variación neta de activos (c)	-171,2	3,1
PRO MEMORIA:		
Saldo de las operaciones no financieras de la Seguridad Social	139,0	104,0
Saldo de las operaciones no financieras del desempleo	25,2	1,4

(a) Las cifras de ingresos y gastos se corresponden con las series del capítulo XV del *Boletín Estadístico* del Banco de España, aunque se han introducido dos correcciones en los pagos de 1984 (en Invalidez provisional por 2,3 m.m. y en Protección a la familia por 2,3 m.m.) para tener en cuenta, a efectos de homogeneidad en la comparación con 1983, un cambio temporal en la contabilización de estas partidas por la Seguridad Social. La contrapartida a estos aumentos de pagos se recoge en las cuotas empresariales del régimen general.

(b) + aumento, - disminución.

(c) + disminución, - aumento.

El incremento mencionado de los ingresos se descompone en un aumento de las cotizaciones del 11,1 % y en un aumento de las transferencias del Estado del 7,4 % (véase cuadro 2). En las cotizaciones, destaca el fuerte crecimiento de las del régimen especial de los trabajadores autónomos (del 33,2 %), relacionado con el alza del tipo de cotización que se aprobó para el ejercicio de 1984. En el resto de las cotizaciones, se han producido unos crecimientos próximos entre las aportadas por los empresarios y por los trabajadores (9,3 % y 10,8 %, respectivamente), hecho que no se corres-

ponde con las modificaciones de tipos adoptadas para el año, por las que se rebajaron sensiblemente los aplicables a los empresarios y se elevaron ligeramente los atribuibles a los trabajadores. La explicación del fenómeno se debe, en parte, al fuerte crecimiento experimentado por las cotizaciones empresariales por compensación en cuenta de la propia Seguridad Social y del INEM, y, en parte, a la fuerte recaudación por aplazamientos extraordinarios. Así resulta que, mientras las cotizaciones al régimen general han crecido en un 8,6 % (6,3 % las de los trabajadores), la recaudación normal sólo ha aumentado un 4,8 %. Las mismas causas explican el desajuste favorable que se aprecia en la recaudación con respecto a las cifras presupuestadas.

En el resto de los regímenes, sobresale el crecimiento de la recaudación del régimen agrario (36,1 %), que se descompone en tasas elevadas tanto para empresarios como para trabajadores y que deben relacionarse con el alza de los tipos empresariales (jornadas

2. Sistema de Seguridad Social. Ingresos no financieros

	ENE - SEP			m.m., %
	Importe		Tasas de crecimiento	
	1983	1984	84/83	
TOTAL	2.458,5	2.710,9	10,3	
Cotizaciones	1.854,0	2.060,3	11,1	
Régimen General	1.237,3	1.343,9	8,6	
<i>Empresarios</i>	1.034,3	1.128,0	11,0	
<i>Trabajadores</i>	203,0	215,9	6,3	
Régimen Especial Agrario	66,3	90,3	36,1	
<i>Empresarios</i>	17,1	22,0	29,0	
<i>Trabajadores</i>	49,3	68,3	38,5	
Régimen Trabajadores Autónomos	120,7	160,7	33,2	
Otros regímenes	68,0	68,5	0,7	
<i>Empresarios</i>	46,7	52,0	11,5	
<i>Trabajadores</i>	21,4	16,5	-22,9	
Accidentes de trabajo	131,8	130,2	- 1,2	
Desempleo	229,9	266,7	16,0	
<i>Empresarios</i>	190,8	220,7	15,7	
<i>Trabajadores</i>	39,1	46,0	17,7	
Transferencias del Estado	570,2	612,2	7,4	
A la Seguridad Social	410,4	477,2	16,3	
Al Desempleo	159,8	135,0	-15,5	
Otros ingresos	34,3	38,3	11,8	
PRO MEMORIA:				
Cotizaciones de empresarios	1.420,6	1.552,9	9,3	
Cotizaciones de trabajadores por cuenta ajena	312,7	346,6	10,8	

reales) y de los tipos del trabajador por cuenta propia, decretadas para el año 1984. La recaudación en otros regímenes especiales ha aumentado sólo en un 0,7 % (los tipos aplicados para los más importantes de ellos han descendido), y ha disminuido la recaudación por accidentes de trabajo en un 1,2 %. En lo que se refiere a las cotizaciones por desempleo, su crecimiento (del 16,0 %) combina aumentos muy semejantes entre las pagadas por empresarios y por trabajadores (15,7 % y 17,6 %, respectivamente), tras la elevación de los tipos para unos y otros en proporciones parecidas (8,3 % y 10 %, respectivamente), aunque en ambos casos se mantienen por debajo de lo proyectado.

3. Sistema de Seguridad Social.

Gastos no financieros. Clasificación funcional

	ENE - SEP			m.m., %
	Importe		Tasas de crecimiento	
	1983	1984	84/83	
TOTAL	2.294,3	2.605,5	13,6	
Prestaciones económicas	1.704,3	1.889,6	10,8	
Pensiones	1.135,0	1.311,8	15,6	
<i>Régimen General</i>	599,8	716,5	19,5	
<i>Régimen Trabajadores Autónomos</i>	86,1	100,1	16,3	
<i>Régimen Especial Agrario</i>	308,8	357,1	15,6	
<i>Otros regímenes</i>	140,4	138,1	- 1,6	
Incapacidad laboral transitoria	120,4	108,0	-10,3	
Invalidez provisional	37,9	29,5	-22,0	
Protección a la familia	40,2	32,5	-19,2	
Desempleo	364,6	400,3	9,8	
<i>Entregas</i>	235,3	272,5	15,8	
<i>Cotizaciones</i>	90,4	99,3	9,8	
<i>Bonificaciones en cotización</i>	38,9	28,5	-26,9	
Otras	6,2	7,2	15,2	
Prestaciones sanitarias	525,2	632,6	20,4	
Asistencia sanitaria	515,8	621,8	20,5	
<i>A domicilio</i>	191,5	206,6	7,9	
<i>En instituciones cerradas</i>	193,7	238,8	23,3	
<i>En instituciones abiertas</i>	34,5	47,7	38,6	
<i>Con medios ajenos</i>	96,3	128,6	33,6	
Otras prestaciones	9,3	10,8	15,5	
Otras prestaciones sociales	17,7	21,8	23,6	
Gastos de Administración	47,2	61,9	31,0	

El aumento reseñado de las transferencias del Estado se ha producido como resultado del incremento del 16,3 % de las destinadas a Seguridad Social, cuya cifra absoluta se aproxima al 75 % de las presupuestadas, y de la disminución del 15,5 % de las destinadas al INEM, que muestran un retraso considerable en su realiza-

ción, pues, hasta septiembre, no habían alcanzado el 50 % de lo presupuestado.

El aumento de los pagos no financieros (el ya mencionado 13,6 %) se ha originado, ateniéndose a la clasificación funcional, por unos crecimientos del 10,8 % en las prestaciones de carácter económico y del 20,4 % en las de carácter sanitario (véase cuadro 3). Las primeras han crecido sensiblemente por debajo de lo presupuestado —lo que no se debe a la partida de pensiones—, en tanto los gastos sanitarios han superado ampliamente las previsiones.

En las prestaciones económicas, se observa un contraste muy acusado entre la evolución de las pensiones y la del resto de las prestaciones, que acentúa incluso las fuertes discrepancias en los crecimientos presupuestados. El aumento de las pensiones es del 15,6 %, habiéndose registrado tasas próximas a esta en los principales regímenes. Por el contrario, se han producido disminuciones importantes en los pagos por invalidez —transitoria y provisional— y en los pagos de protección a la familia. En aquellos, la reducción está relacionada, probablemente, con la depuración de los casos que originan la prestación. Las prestaciones por desempleo han crecido en un 9,8 %, una tasa sensiblemente inferior a la prevista, que pone de manifiesto la reducción de las prestaciones, ya que el número de beneficiarios ha tendido a aumentar, aun cuando se mantiene estancado el porcentaje de beneficiarios respecto del paro registrado.

En lo que atañe a las prestaciones sanitarias, su crecimiento, como se ha indicado, no se ajusta a las previsiones, hecho que debe relacionarse con revisiones salariales de algunos colectivos sanitarios. A excepción de la asistencia sanitaria a domicilio, cuyo incremento es sólo del 7,9 %, el resto de las partidas experimentó fuertes crecimientos: del 23,3 % en la asistencia en instituciones cerradas, del 38,6 % en la asistencia en instituciones abiertas y del 33,6 % en la asistencia con medios ajenos. Los pagos de esta última, sobre todo, no guardan relación alguna con las pautas presupuestadas.

Ateniéndose a la clasificación económica de los pagos (véase cuadro 4), los de naturaleza corriente han crecido un 13,4 %, mientras los gastos de capital han crecido un 54,3 %. No obstante, esta tasa es poco significativa, porque tanto en 1983 como en 1984 los pagos hasta septiembre representan una proporción muy baja de los créditos presupuestados. En los gastos corrientes, las remuneraciones de personal se han incrementado en un 17,4 %, varios puntos por encima de lo previsto. Las compras de bienes y servicios han crecido en un 35,4 %, superando considerablemente la tasa

4. Sistema de Seguridad Social. Gastos no financieros. Clasificación económica

	ENE - SEP		
	Importe		Tasas de crecimiento
	1983	1984	84/83
TOTAL	2.294,3	2.605,5	13,6
Gastos corrientes	2.285,0	2.591,1	13,4
Remuneraciones de personal	305,7	358,9	17,4
<i>Sueldos y salarios</i>	244,0	—	—
<i>Cotizaciones sociales</i>	61,6	—	—
Compra de bienes y servicios	151,4	204,9	35,4
Intereses	—	0,1	—
Transferencias corrientes	1.827,9	2.027,2	10,9
Gastos de capital (inversiones)	9,3	14,4	54,3

prevista, en tanto las transferencias corrientes, con un aumento del 10,9 %, quedan por debajo de lo inicialmente proyectado.

Por último, en lo que se refiere a las operaciones financieras de la Seguridad Social, dentro de su poca importancia relativa, no se han producido cambios de significación, pues la variación neta de pasivos en el período enero-septiembre, por 108,5 m.m., es atribuible a desfases, y la variación neta de activos representa sólo 3,1 m.m. No obstante, a lo largo del período considerado, se han registrado variaciones de las cuentas financieras de mayor alcance.

15-II-1985.

Actuación de los fondos de inversión en el mercado monetario

En este artículo, preparado por Miguel Pellicer, del Servicio de Estudios, se comentan las posibilidades operativas abiertas a los fondos de inversión, como consecuencia de la consolidación de los mercados monetarios.

Introducción

El espectacular desarrollo que, en los últimos años, han experimentado los mercados monetarios está teniendo amplias repercusiones en las áreas más dispares del sistema financiero. En esta nota, se comentan las posibilidades operativas que, dentro de la actual legislación de los fondos de inversión mobiliaria, se han abierto al consolidarse los mercados monetarios. A continuación se repasa la información disponible sobre estos temas, estableciendo algunas hipótesis sobre su significado. Finalmente, se comenta la nueva regulación de estas instituciones y el importante papel que pueden desempeñar en la competencia entre entidades de depósito y en los procesos de desintermediación.

Regulación de las inversiones de los fondos

La práctica inexistencia de mercados monetarios, cuando fueron regulados los fondos de inversión mobiliaria, es la causa de que no haya referencias expresas a los activos que se negocian en ellos, en ninguna de las normas que hasta ahora les eran aplicables (1).

A la hora de fijar la composición del patrimonio de los fondos, estas disposiciones establecen limitaciones para tres tipos de inversiones:

- a) Al menos el 10 % del promedio mensual del patrimonio diario deberá mantenerse en cuentas corrientes a la vista, con tipos de interés libres.
- b) Al menos el 80 % (2) del mismo promedio estará invertido en valores mobiliarios de renta fija o variable, cotizados en bolsa.

(1) Básicamente, el DL 7/1964, de 30 de abril, y la OM de 1 de diciembre de 1970, que constituye su último desarrollo sistemático. Las inversiones en bolsas extranjeras están reguladas por OM de 23 de marzo de 1973.

(2) Inicialmente, el 90 %; luego, el 70 %, y, desde la OM de 19 de noviembre de 1975, el 80 %.

c) El resto (el 10 %, como máximo) podrá colocarse en depósitos a plazo, certificados de depósito y otros activos, que gocen de un alto grado de liquidez y seguridad, a juicio de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. Todos ellos tienen tipos de interés libres.

A los valores emitidos por el Estado, o con su aval, no les afectan las limitaciones existentes para los demás valores: 1) exigencia de estar sometidos a cotización oficial; 2) prohibición de que un fondo adquiera, por importe superior al 10 % de su patrimonio, valores emitidos por una misma empresa; 3) prohibición de que un fondo adquiera más del 5 % del capital desembolsado de una empresa, u obligaciones convertibles que, sumadas a las acciones, representen más del 10 % del capital desembolsado.

Encuadramiento de los títulos del mercado monetario

A medida que han ido apareciendo nuevas clases de títulos a corto plazo, se han ido incluyendo en alguno de los grupos antes citados, en función de los criterios que pueden desprenderse de la legislación comentada, es decir, según el carácter del emisor y la liquidez y seguridad de los títulos.

Así, los extinguidos certificados de regulación monetaria, emitidos por el Banco de España, se consideraban, por la Dirección General de Política Financiera, homologados con los restantes certificados de depósitos, y, por tanto, podían incluirse en el grupo c).

Por su parte, la normativa del mercado de pagarés del Tesoro incluye los fondos de inversión entre los «intermediarios financieros» (si bien no pueden ser «entidades delegadas del Tesoro»), por lo que sólo pueden suscribir pagarés en nombre propio. En virtud de lo dispuesto para los títulos emitidos por el Estado, la Dirección General de Política Financiera incluye los pagarés del Tesoro entre los activos computables en el grupo b), por lo que un fondo podría invertir en ellos, teóricamente, hasta el 90 % de su patrimonio.

Los demás títulos a corto plazo (letras, otros pagarés, etc.) no están admitidos a cotización oficial, aunque se negocien en bolsa y hayan sido emitidos por sociedades cuyas acciones y obligaciones sí coticen. Tampoco ha habido emisiones de letras o pagarés de empresas con garantía explícita del Estado, ni siquiera en el caso de RENFE o de empresas del INI. Por tanto, estos títulos no son incluibles en el grupo b). Por sus características, se adaptan perfectamente a los activos del grupo c), por

lo que se considera que los fondos pueden invertir en ellos hasta un 10 % de su patrimonio.

Resumiendo, los actuales fondos de inversión mobiliaria pueden mantener hasta el 90 % de su patrimonio en títulos del mercado monetario; sin embargo, los que no hayan sido emitidos por el Estado, o con su aval, no pueden superar los 10 puntos porcentuales.

Lógicamente, la normativa de los fondos de inversión tampoco contempla la posibilidad de adquisiciones temporales, con pacto de retrocesión, de pagarés del Tesoro u otros activos del mercado monetario. La inclusión de los títulos así adquiridos, en los diferentes grupos de inversiones autorizadas a los fondos, se basa en considerar las citadas adquisiciones como cesiones definitivas de títulos. Contempladas estas operaciones desde otro punto de vista, constituirían operaciones crediticias a corto plazo, garantizadas por los títulos intercambiados. Bajo esta interpretación, la adquisición temporal de toda clase de títulos se ajustaría mejor a la definición dada para las operaciones computables en el grupo c).

Información disponible

La única información ahora disponible sobre este tema es la recogida en los cuadros 1 y 2. En el primero de ellos, se muestra la importancia absoluta y relativa de los fondos públicos en la cartera de valores (valor al coste) de los fondos de inversión durante los diez últimos años. Dada la falta de desagregación de estos datos, únicamente se puede constatar que el crecimiento más fuerte de la inversión de los fondos en títulos públicos se produce desde la aparición de los pagarés del Tesoro en 1981. Desde este año, en el que

1. Fondos de inversión mobiliaria

	Activo total	Cartera de valores		mm. (%)
		Total	Fondos públicos	Importancia relativa de los fondos públicos en la cartera total $4 = \frac{3 \times 100}{2}$
	1	2	3	4
1975	35,9	30,3	0,1	0,3
1976	26,8	29,0	0,4	1,4
1977	20,2	25,5	0,2	0,8
1978	18,0	22,7	0,9	4,0
1979	16,9	17,7	1,9	10,7
1980	17,6	16,9	2,9	17,2
1981	20,2	15,3	3,1	20,3
1982	22,2	17,8	5,7	32,0
1983	34,9	26,8	14,6	54,5
1984 (JUN)	51,6	38,5	26,3	68,3

Fuente: DGTPF.

la cartera de valores a precio de coste alcanza su mínimo de 15,3 m.m., todo el crecimiento, en términos netos, de esta cartera, hasta junio de 1984 (23,2 m.m.), se ha debido a la suscripción de títulos públicos, sin que pueda precisarse en qué medida son a corto o a largo plazo.

2. Sociedades y fondos de inversión mobiliaria

Cartera de pagarés del Tesoro:
Anotaciones en cuenta en Banco de España
Importe nominal (m.m.)

	Saldo vivo 1	Saldo vivo ajustado (a) 2	Adquisiciones temporales netas 2-1
1981	3,4	3,4	—
1982	9,7	9,7	—
1983	10,7	10,7	—
1984			
ENE	14,5	14,5	—
FEB	18,4	18,4	—
MAR	23,7	23,7	—
ABR	23,6	29,1	5,5
MAY	21,4	37,8	16,4
JUN	21,8	39,6	17,8
JUL	22,1	46,5	24,4
AGO	22,8	51,4	28,6
SEP	22,7	55,2	32,5
OCT	24,4	64,0	39,6
NOV	24,4	64,5	40,1
DIC	22,0	70,2	48,2
1985			
ENE	20,6	71,1	50,5

Fuente: Banco de España.

(a) Por cesiones y adquisiciones temporales.

El cuadro 2 recoge los saldos vivos de los pagarés del Tesoro en las anotaciones en cuenta en el Banco de España de las sociedades y fondos de inversión. No se dispone, de momento, de saldos separados para estos dos tipos de instituciones, por lo que cualquier conclusión es, inevitablemente, provisional. En cualquier caso, destaca el fortísimo crecimiento, en los últimos meses, del saldo vivo ajustado por adquisiciones temporales netas, que ha llegado a alcanzar 71,1 m.m. Dada la estabilidad del saldo vivo, este crecimiento se debe a las adquisiciones temporales de pagarés, cuyos saldos han llegado a suponer 50,5 m.m., es decir, el 245,1 % del saldo de las adquisiciones a vencimiento.

Pese a que la hipótesis es arriesgada, estos datos podrían responder al trasvase hacia algunos fondos de inversión de determinados saldos de cuentas corrientes de la clientela de su entidad depositaria. De ser esto así, la adquisición de los pagarés a vencimiento la realizarían las entidades depositarias, procediendo luego a ceder temporalmente a los fondos pagarés del Tesoro por importe igual al excedente, en cada momento, de

los saldos de dichas cuentas corrientes sobre un mínimo pactado con su titular. Por tanto, la actividad de estos fondos consistiría en poco más que una serie de anotaciones contables, destinadas a remunerar los saldos más elevados de las cuentas corrientes de su entidad depositaria, con tipos superiores a los autorizados y sin transgredir la normativa legal. Se trataría, una vez más, de una innovación financiera surgida para satisfacer las demandas del público de una remuneración elevada de sus activos líquidos, que las vigentes limitaciones sobre tipos de interés de los depósitos bancarios no permiten satisfacer.

La nueva normativa

Pese a estar pendiente su desarrollo reglamentario, parece que la nueva normativa de las instituciones de inversión colectiva (1) no modificará, en lo esencial, las posibilidades operativas descritas.

Para los fondos de inversión normales, determina:

- a) que deberán tener «al menos, el 90 % de su activo invertido, en las proporciones que reglamentariamente se establezcan, en valores admitidos a cotización oficial en bolsa, y otros activos financieros contratados en mercados organizados, reconocidos oficialmente, de funcionamiento regular, o que, por su vencimiento a corto plazo y por las garantías de su realización, puedan asimilarse a efectivo»;
- b) que el 80 % de su activo estará invertido en valores mobiliarios, de renta fija o variable y cotizados en bolsa, y en títulos emitidos o avalados por el Estado y las comunidades autónomas (2).

La ley incluye, como novedad, la figura de los fondos de inversión en activos del mercado monetario, los cuales, además de cumplir la norma a) recogida en el párrafo anterior, deberán invertir su patrimonio, exclusivamente, en valores de renta fija con cotización calificada; en deuda del Estado, del Tesoro y de las comunidades autónomas; en activos emitidos por el Banco de España, y en otros activos financieros que, por su garantía y corto plazo, puedan asimilarse a efectivo. Tienen prohibido adquirir acciones y participaciones, obli-

(1) Ley 46/1984, de 26 de diciembre. Esta ley deroga la parte relativa a los fondos de inversión del DL 7/1964, citado anteriormente, y fija un plazo de 6 meses para que el gobierno apruebe el correspondiente reglamento.

(2) Está pendiente la determinación del nivel y estructura de un coeficiente de liquidez, que afectará a los dos tipos de fondos.

gaciones convertibles o que otorguen derecho a participar en ampliaciones de capital, y activos con plazo pendiente de amortización superior al que reglamentariamente se establezca. Por tanto, a no ser que normas posteriores ofrezcan otras posibilidades, los títulos del mercado monetario deberán suponer el 90 % de su patrimonio. Salvo para concentración de riesgos, no está previsto ningún tratamiento diferencial para los títulos emitidos o avalados por el Estado y las comunidades autónomas.

Las ventajas de esta última clase de fondos derivan, al parecer, de su mayor libertad para invertir en títulos del mercado monetario privados. Pero, con el actual desarrollo de estos mercados, el margen de 10 % del que disponen los fondos normales parece suficientemente holgado. A cambio de esto, los fondos especializados en el mercado monetario tienen prohibido invertir en títulos de renta variable, lo que introduce dosis considerables de rigidez. Además, la adquisición de participaciones de estos fondos no da derecho a la deducción por inversión en valores mobiliarios establecida en el art. 29 de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. Por tanto, parece lógico esperar que los fondos de inversión mobiliaria, similares a los actualmente en funcionamiento, continuarán siendo la principal vía de acceso a los mercados monetarios de este tipo de instituciones.

Perspectivas

Las posibilidades de actuación que la consolidación de los mercados monetarios abre para los fondos de inversión podrían tener repercusiones muy amplias en la intermediación financiera en general. En la medida en que continúen las actuales limitaciones administrativas a la remuneración de los depósitos, cabe esperar que se multipliquen los cauces entre los activos a corto plazo del público y los mercados monetarios. Las posibilidades de los fondos de inversión en este campo son muy amplias, tanto si actúan coordinadamente con las entidades de depósito, mediante toda clase de fórmulas mixtas, como si se plantea la competencia abierta con el sistema bancario en la captación de recursos líquidos. Ambas alternativas pueden llegar a constituir vías de desintermediación de gran alcance, susceptibles de modificar significativamente, entre otros aspectos, el volumen, la estructura y el coste de los recursos ajenos de las entidades de depósito.

1-III-1985.

La distorsión del precio del trabajo en la industria española en comparación con la experiencia de los países de la CEE

Este artículo, elaborado por José Luis Malo de Molina y Eloísa Ortega, del Servicio de Estudios, se basa en algunos de los resultados parciales de un estudio monográfico, realizado en colaboración entre el Banco de España y el Ministerio de Industria y Energía, titulado «Análisis comparativo de los costes del trabajo en la industria española y en los sectores industriales de los países de la CEE», que será publicado en su integridad por el Ministerio de Industria y Energía.

Introducción

Uno de los rasgos diferenciales de la evolución de la economía española, durante los años de la prolongada crisis económica, ha sido la fuerte distorsión experimentada en el precio del trabajo. Los estudios del Banco de España han puesto de manifiesto la intensidad de dicho proceso en el sector industrial español y las graves repercusiones que el mismo ha tenido tanto sobre los desequilibrios macroeconómicos de la economía española como en la esfera del empleo, la acumulación de capacidad productiva y la senda de crecimiento potencial. Sin embargo, estos estudios se han reducido a un análisis estrictamente interior del problema, sin adentrarse en el terreno de las comparaciones con lo ocurrido en países con estructura productiva similar y a los que nos unen estrechas relaciones de intercambios comerciales. El objetivo de este trabajo es precisamente el de abordar la tarea de comparar la evolución de los costes del trabajo en la industria española con la evolución registrada por dichos costes en los países de la CEE. La intensidad relativa de nuestros intercambios comerciales con los países de la Comunidad Económica Europea y la inminencia de nuestra definitiva incorporación a la misma han aconsejado acotar el campo de las comparaciones a este conjunto de países.

En el primer apartado, se expone el método que se ha seguido para realizar dichas comparaciones. En el segundo apartado, se sintetizan las conclusiones que se han alcanzado en otros trabajos realizados en el Banco de España sobre la evolución de los costes unitarios del trabajo para el conjunto de la industria española. En el tercer apartado, se aplica el mismo esquema de análisis de los costes del trabajo a los diferentes países de la CEE y se extraen las conclusiones de la comparación entre lo establecido para España y los países de la CEE.

1. Método utilizado en la realización del análisis comparativo

Para confrontar la magnitud relativa de la distorsión del precio del trabajo en la industria española con el

registrado en los países de la CEE, se ha diseñado un esquema de análisis descriptivo que se ha aplicado de forma similar a España y a cada uno de estos países, manteniéndose, en todos los casos, la homogeneidad en la presentación de los diferentes datos utilizados.

De entre las distintas aproximaciones posibles al estudio de la evolución de los costes del trabajo, se ha optado por la que se centra en el análisis del coste laboral real por unidad de producto. Esta relación tiene la virtualidad de permitir una aproximación simultánea a la brecha entre el coste laboral real y la productividad, y a la evolución de la rentabilidad a través de los excedentes empresariales.

Por una parte, el coste laboral real por unidad de producto constituye una medida sintética de la relación entre el coste laboral real y la productividad. Cuando el coste laboral real crece más que la productividad, el coste laboral real por unidad de producto se eleva.

Por otra parte, la comparación entre el coste unitario nominal del trabajo y el correspondiente índice de precios constituye una cierta aproximación a la evolución de los márgenes de explotación en los diferentes sectores productivos. Un crecimiento más intenso de los costes unitarios del trabajo, manteniéndose constantes los restantes costes de producción, implica una caída en el margen bruto de explotación por unidad de producto. El efecto de esta compresión de los márgenes de explotación en términos netos será, en principio, de mayor intensidad, si existe, como es lógico suponer que exista en tales circunstancias, una intensificación de la depreciación y la obsolescencia. Finalmente, el índice de coste laboral real por unidad de producto es la variable más adecuada para la realización de comparaciones entre países, pues se encuentra liberada de las oscilaciones de carácter puramente monetario.

Para este análisis se han utilizado los datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional, que son los que ofrecen las mayores garantías de homogeneidad. Esta opción ha reducido las posibilidades de comparación a siete países miembros de la CEE: Reino Unido, Bélgica, Dinamarca, Francia, Alemania, Italia y Holanda, quedando, en consecuencia, excluidos Irlanda, Luxemburgo y Grecia, de los que no se dispone de información homogeneizada sobre los costes del trabajo. Los datos para España del coste unitario del trabajo en el sector industrial, excluida la construcción, se han elaborado a partir de la serie de coste laboral por persona construida en el Banco de España según la Encuesta de Salarios y de las cotizaciones empresaria-

les al régimen general de la Seguridad Social, y a partir de la serie de productividad media del trabajo para este mismo sector, definida como el cociente entre el valor añadido sectorial y el índice de ocupación en la industria.

Sin embargo, los datos de coste laboral del Fondo Monetario Internacional no son homogéneos con los disponibles sobre la industria española, porque tanto las ganancias salariales como la productividad se refieren a la hora de trabajo, y, en cambio, las estadísticas españolas, tanto de salario por hora como las de productividad por hora, tienen tantas deficiencias, que pueden considerarse como inservibles, de forma que todo el análisis para el caso español ha de realizarse en términos del salario por persona y de la productividad por persona.

Sin embargo, la existencia de información, para los países de la CEE, sobre el número de horas por persona permite resolver este problema, transformando los datos del Fondo Monetario Internacional en salarios y productividad por persona, de forma que, si bien esta transformación puede introducir alguna distorsión en la medida resultante de la productividad observada, hace posible realizar comparaciones sobre bases relativamente homogéneas. A pesar de ello, subsisten elementos de heterogeneidad derivados de la diversa amplitud con que es definido el sector industrial en cada uno de los países. En la mayoría de los casos, los datos se refieren exclusivamente al sector de las manufacturas, mientras que en España abarcan el conjunto sector industrial.

Con estos datos se han elaborado para cada país los siguientes índices: coste laboral nominal por persona, precios de los productos finales, coste laboral real por persona en relación a los precios finales (que es el cociente de las dos series anteriores), producción sectorial, empleo y productividad media observada del trabajo, definida como el cociente entre estas dos últimas series. Finalmente, los índices de coste unitario del trabajo en términos nominales resultan como el cociente entre el coste laboral nominal y la productividad media observada, y, a su vez, los índices de coste laboral real por unidad de producto son el cociente entre el coste laboral real y la productividad media observada. Todos estos índices para cada país estudiado aparecen en los cuadros adjuntos al final del trabajo.

A continuación, se analizan sintéticamente estos datos, prestando especial atención a los rasgos diferenciales con lo ocurrido en la industria española.

2. Los costes del trabajo en el sector industrial de España

El análisis agregado de la evolución de los costes del trabajo en la industria española se ha realizado, como ya se ha dicho en la introducción, con un alto grado de detalle en otros trabajos. En este epígrafe, por lo tanto, únicamente corresponde realizar una breve síntesis de dicho análisis, que sea el punto de referencia en las comparaciones con los costes del trabajo a nivel agregado en los sectores industriales de los países de la CEE.

Los índices correspondientes a coste laboral, productividad, costes unitarios del trabajo y sus componentes en la industria española se recogen en el cuadro 1, y el índice de coste laboral real por unidad de producto se ha representado, conjuntamente con los de los demás países y con escala homogénea, en el gráfico 4. Aunque en el caso español se dispone de datos hasta 1983, la representación gráfica se ha reducido hasta 1982, por ser este el período para el que se disponía de información definitiva para los países de la CEE en el momento de realizar este estudio. Como puede observarse en el mismo, entre los años 1970 y 1982 el coste laboral real por unidad de producto en la industria española registró un encarecimiento del 41,6 %, que refleja un crecimiento del coste laboral real, en términos de los precios de los productos finales, superior en esa misma magnitud al crecimiento registrado por la productividad media observada en dicho período de tiempo. Además, la mayor parte de ese diferencial en los ritmos de crecimiento de una y otra variable se concentró en el período 1973-1979. En dichos años, y como consecuencia de las fuertes elevaciones registradas en el coste laboral real y del estancamiento de la productividad media observada, que hasta 1977 sigue una evolución paralela a la del PIB industrial, la brecha abierta entre ambas variables se amplió en un 42,2 %, dando lugar a una fuerte compresión de los márgenes de explotación por unidad de producto (1).

A partir de 1980, se inició un proceso inverso de cierre de la brecha abierta entre la evolución del coste laboral y la evolución de la productividad, y, por consiguiente, de recuperación de los márgenes de explotación. Así, entre 1980 y 1983, el coste laboral real por unidad de producto experimentó un descenso del

(1) La cuantificación de la evolución de los márgenes de explotación por unidad de producto en el sector industrial y su incidencia sobre la tasa de rentabilidad se han analizado en el trabajo: «El excedente bruto de explotación en la industria española y aproximaciones a la tasa de rentabilidad», publicado en el *Boletín Económico* de diciembre de 1984.

10,3 % impulsado por un menor ritmo de crecimiento de los salarios, pero, sobre todo, por las fuertes ganancias de productividad aparente obtenidas en la industria, que se debieron, en parte, al descenso del nivel de empleo en respuesta al encarecimiento del trabajo (entre 1980 y 1982, la producción industrial permaneció estancada, mientras se reducía el empleo industrial a una tasa anual acumulada del 3,4 %), y, en parte, al efecto sobre el nivel medio de la productividad de la desaparición de un alto número de empresas con una baja relación producto-empleo. Por ello, en el caso de la industria española en su conjunto, el proceso de reducción de los costes laborales reales por unidad de producto y de recuperación de los márgenes de explotación se ha realizado, en los últimos años, a través de la reducción del nivel de empleo y mediante la eliminación de una parte del potencial productivo.

3. Comparación a nivel agregado de los costes del trabajo en los sectores industriales de España y de los países de la CEE

Una vez realizada una exposición sintética de la evolución de los costes del trabajo en España, corresponde, en este apartado, exponer los rasgos principales que parecen desprenderse de la comparación con la evolución experimentada por dichos costes en aquellos países de la CEE de los que ha sido posible obtener información para el sector industrial durante el período 1970-1982.

Para ello se procederá a analizar la información de cada una de las variables que intervienen en la definición de los costes unitarios del trabajo de forma cruzada para los distintos países, prestando especial atención a las diferencias que se observan en la evolución del coste laboral real en términos de los precios de los productos finales, de la productividad media observada del trabajo y sus componentes, y, finalmente, del coste laboral real por unidad de producto, que constituye la variable sintética y homogénea más importante en el análisis comparativo entre países de los costes del trabajo. En los cuadros 2 a 8, se recogen los índices de cada una de las variables que intervienen en la determinación de los costes unitarios del trabajo, en presentación homogénea con los de la industria española, para los siete países miembros de la CEE objeto de comparación.

Comenzaremos por el análisis comparativo de la evolución del coste laboral real por persona. Como puede observarse en el cuadro 9, la evolución del coste laboral real por persona, en términos de los precios de

los productos finales, presenta fuertes divergencias entre los distintos países. El sector industrial español aparece como el que ha experimentado el proceso de encarecimiento más intenso del trabajo, con un crecimiento acumulado del 130,0 % de esta variable en el período comprendido entre 1970 y 1982. Las diferencias con la experiencia del resto de los países son muy acentuadas. Entre los países de la CEE considerados, Bélgica y Francia son los que han registrado el encarecimiento más intenso del coste laboral real por persona, pero sus tasas de crecimiento acumulado durante este mismo período son sensiblemente inferiores a la registrada en la industria española: un 91,2 % en el primer caso y un 81,8 % en el segundo. Así, el encarecimiento real del trabajo en la industria española acumulado en todo el período 1970-1982 ha sido un 20,4 % superior al registrado en Bélgica, que es el país de mayor intensidad en el crecimiento de esta variable, entre todos los países de la CEE considerados.

La comparación con el resto de los países analizados es más desfavorable para España. El crecimiento acumulado entre 1970 y 1982 del coste laboral real por persona en las industrias italiana, holandesa, alemana, británica y danesa fue del 67,5 %, 54,7 %, 50,5 %, 35,1 % y 25,8 %, respectivamente. Esto significa que el crecimiento acumulado por el coste laboral real en España fue, entre 1970 y 1982, un 83,0 % superior al acumulado por el coste laboral real en la industria del país que registró la mayor moderación en el comportamiento de esta variable.

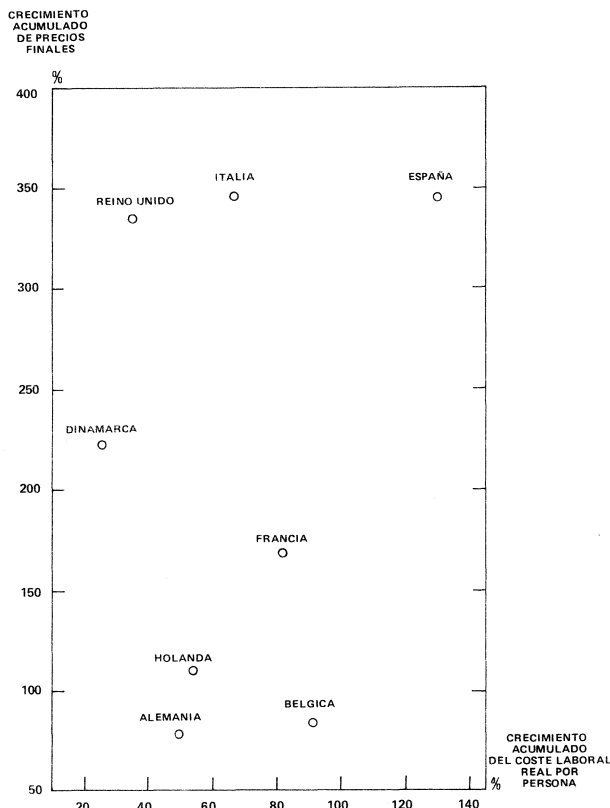
El análisis de los crecimientos acumulados refleja la tendencia dominante en todo el período considerado, pero encubre significativas diferencias en las distintas etapas del mismo. Así, si se observa la evolución de los perfiles de los respectivos índices de coste laboral real, se deduce con claridad que las fuertes divergencias de la experiencia española con la de los países de la CEE se deben, fundamentalmente, al fuerte encarecimiento del trabajo en la industria española entre 1973 y 1979, de forma que, si se acotase el período de comparación a este lapso temporal, la desfavorable situación comparativa española se vería considerablemente empeorada.

Hasta aquí, el análisis comparativo entre países de la evolución del coste laboral se ha realizado en términos reales, con el objetivo de prescindir de las divergencias en el coste laboral nominal que son atribuibles a las fuertes diferencias en la evolución del nivel general de los precios en cada uno de los países. Sin embargo, el comportamiento del coste laboral real en cada país es el resultado de la evolución del índice de coste laboral nominal, por un lado, y del índice de precios de los productos finales, por otro, y es importante conocer los

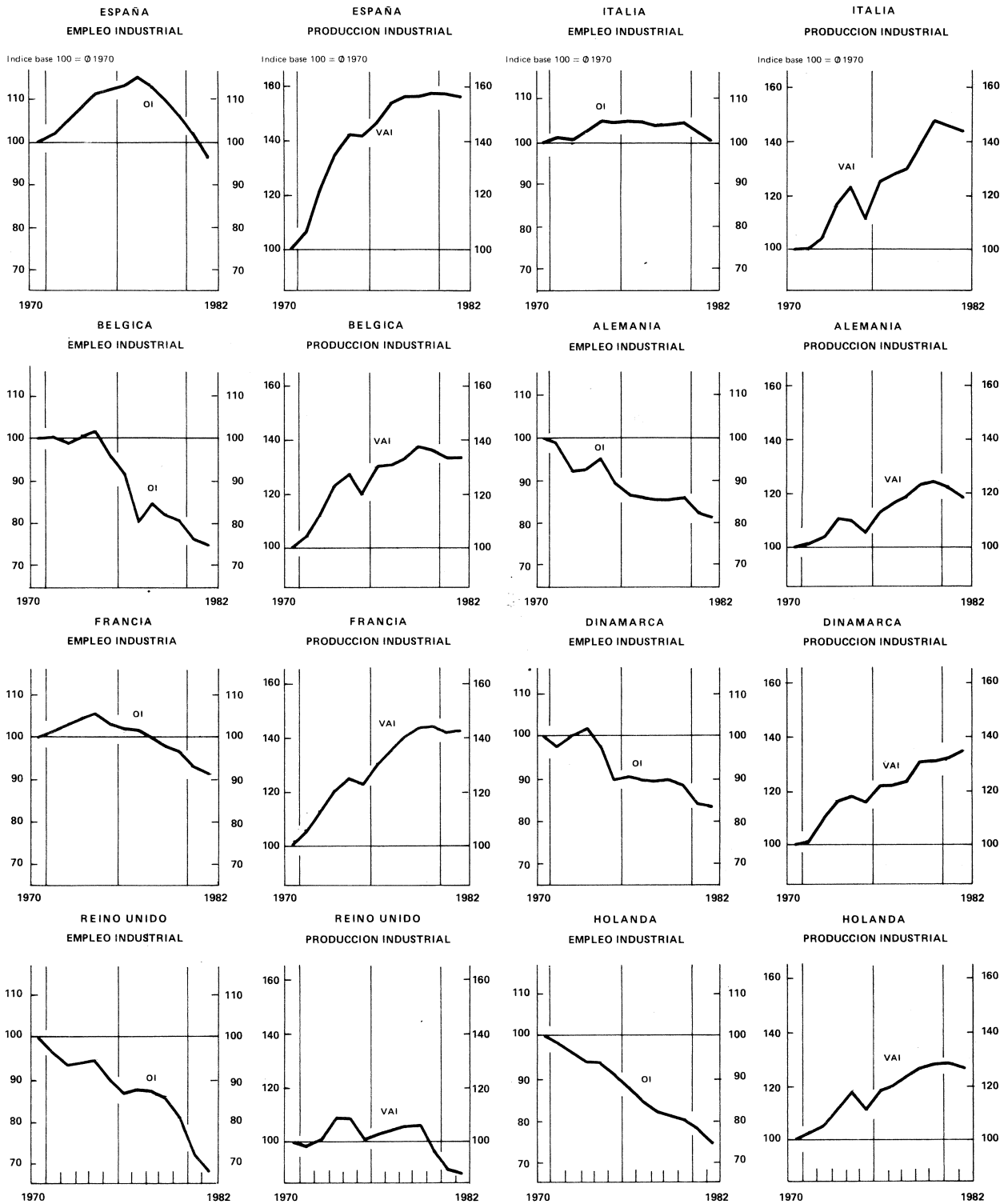
diferentes contextos de inflación interior en los que el comportamiento del coste laboral real se ha producido, ya que una misma tasa de crecimiento del coste laboral real, asociada a una mayor intensidad del proceso inflacionista, refleja una mayor rigidez del mercado de trabajo con efectos distorsionadores más profundos, a medio y largo plazo.

Por esta razón, se ha representado en el gráfico 1 la relación que corresponde a cada país entre el crecimiento acumulado en el índice de precios finales en la industria (eje de ordenadas) y el crecimiento acumulado en el coste laboral real (eje de abscisas), a lo largo de todo el período 1970-1982. Como puede observarse en el mismo, a comportamientos relativamente homogéneos en el coste laboral real corresponden crecimientos acumulados en los precios finales fuertemente divergentes. En todo caso, la posición del sector industrial español es la más desfavorable, pues España es el país con el crecimiento acumulado más intenso del coste laboral real y se encuentra entre el grupo de países que mayor crecimiento han experimentado en el índice de precios de los bienes industriales, junto con Italia y el Reino Unido, que han experimentado un

1. Relación entre el crecimiento del coste laboral real por persona y el crecimiento de los precios finales (1970-1982)



2. Índices de producto y ocupación en la industria



encarecimiento real del trabajo notablemente más moderado. En cambio, Francia y Bélgica, que son los países de la CEE con mayor crecimiento acumulado del coste laboral real, han registrado tasas acumuladas de inflación de los precios industriales considerablemente inferiores a las españolas. Así, el fuerte crecimiento del coste laboral real en España se ha producido asociado a un alto grado de intensidad del proceso inflacionista. De nuevo, si el período de análisis abarca hasta 1979, la posición relativa española empeora, tanto por el mayor crecimiento relativo del coste laboral real como por la intensidad superior de la inflación interior en ese período.

Como se ha señalado en el primer apartado, para analizar la posible distorsión en el precio real del trabajo es necesario poner en relación el comportamiento del coste laboral real por persona con el comportamiento de la productividad del trabajo. Analizaremos, en primer lugar, la evolución comparada de la productividad del trabajo en España y en los países de la CEE considerados, para estudiar luego dicha relación.

En el cuadro 10, se recogen los índices de productividad media observada en cada uno de los países, definidos como el cociente entre los índices de producción industrial (cuadro 11) y los índices de ocupación en el mismo sector (cuadro 12). En el gráfico 2, se han representado, con la misma escala para todos los países, los índices de producción y los índices de empleo en los respectivos sectores industriales. Si se analiza la evolución de la productividad en términos de las ganancias acumuladas durante todo el período 1970-1982, Bélgica y Holanda se sitúan a la cabeza de los países analizados. En Bélgica, el crecimiento acumulado de la productividad media observada fue de 79,4 %, y en Holanda, del 71,2 %. Tras ellos se encuentra un grupo de países con un crecimiento acumulado de menor intensidad de la productividad media observada, formado por España y Dinamarca, con crecimientos del 62,6 % y del 62,5 %, respectivamente, y Francia, que registró un crecimiento del 56 %. Finalmente, los países que han registrado menor crecimiento acumulado en esta variable han sido Alemania con un 46,3 %, Italia con un 42,8 % y Reino Unido con un 30,4 %.

Sin embargo, como puede observarse en el gráfico 2, la evolución de la productividad media observada del trabajo responde en los distintos países a comportamientos que han sido muy divergentes en cuanto a su descomposición en la evolución de la producción industrial, por un lado, y en la evolución del empleo industrial, por otro, lo que confiere significados muy diversos a las variaciones en la productividad media observada del trabajo. Además, las tasas de crecimiento acumulado de esta variable tienden a encubrir

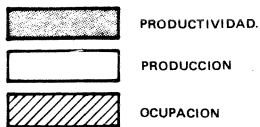
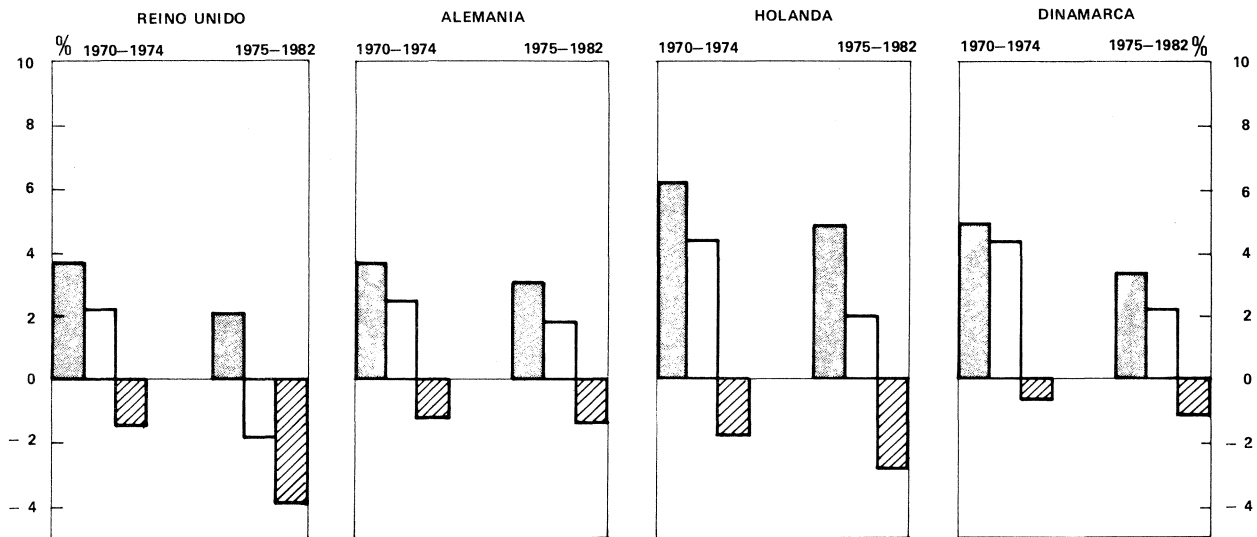
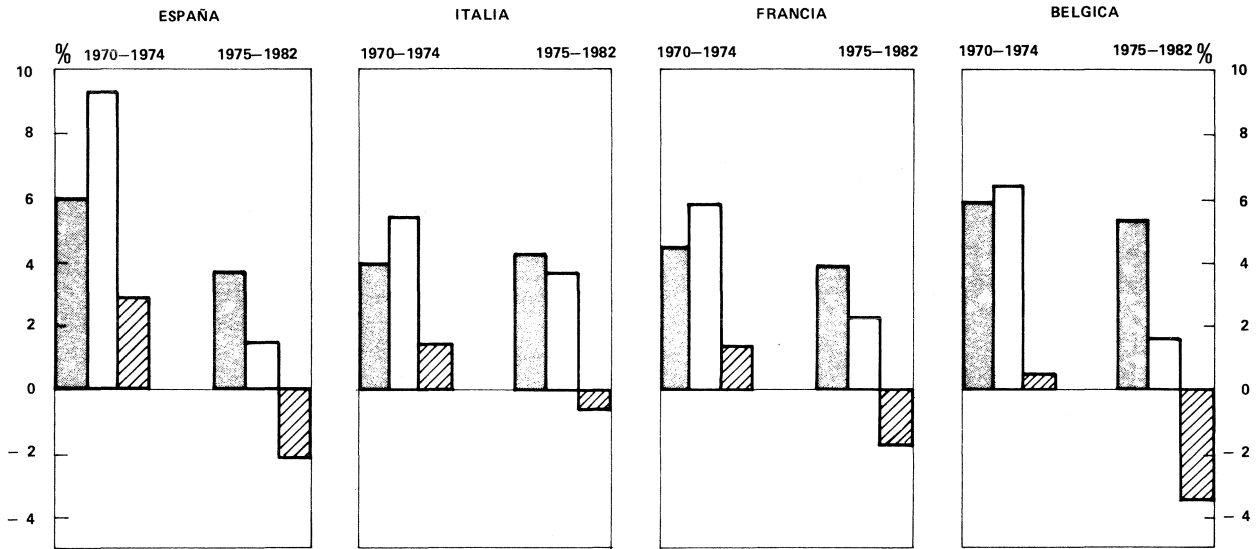
tanto las diferencias existentes entre países en el estado del proceso de industrialización en que cada uno de ellos se encontraba en la primera fase del período, como el impacto diferencial que sobre dicho proceso tuvo la alteración de los precios relativos a lo largo de la década de los setenta.

Por ello es necesario realizar el análisis prestando especial atención a la diversa forma en que las ganancias de productividad media del trabajo se han repartido, en cada país, entre las variaciones en el nivel de producción, por un lado, y las variaciones en el nivel de ocupación, por otro, y, simultáneamente, diferenciar, al menos, dos fases temporales con características muy diversas. Como puede observarse en el gráfico 2, las series de producción industrial presentan con carácter generalizado un marcado punto de inflexión en 1974, a partir del cual se registra, con diverso grado de intensidad y con diferencias cronológicas significativas, una marcada desaceleración en el ritmo de crecimiento de la producción industrial. En función de ello, no parece excesivamente arbitrario realizar el análisis para una primera fase que abarque desde 1970 hasta 1974, y una segunda fase que abarque desde 1975 hasta 1982.

Con estos objetivos, se ha diseñado el gráfico 3 en el que se recogen, para cada uno de los países estudiados, las tasas medias acumulativas anuales de la productividad media observada del trabajo y su descomposición en las tasas medias acumulativas anuales de la producción y de la ocupación para los dos períodos 1970-1974 y 1975-1982. De dicho gráfico se pueden extraer algunas conclusiones muy significativas.

Durante el primer período (1970-1974), la superioridad en el crecimiento de la producción industrial española es muy acentuada, experimentando una tasa acumulativa media del 9,2 % anual frente al 6,4 % de Bélgica, al 5,8 % de Francia, al 5,4 % de Italia, al 4,4 % de Holanda, al 4,3 % de Dinamarca, al 2,5 % de Alemania y al 2,2 % del Reino Unido. Esta superioridad en el crecimiento de la producción industrial fue acompañada por el comportamiento más expansivo del empleo industrial de todos los países considerados. Entre 1970 y 1974, el empleo industrial creció en España un 12,3 %, lo que equivale a una tasa media acumulativa del 2,9 % anual. Frente a ello, sólo Italia, Francia y Bélgica experimentaron variaciones positivas en su nivel de empleo en los sectores industriales durante esta primera fase, pero a unas tasas considerablemente más moderadas (Italia del 1,4 % anual, Francia del 1,3 % anual y Bélgica del 0,5 % anual). El resto de los países registraba ya, durante esa primera etapa, reducciones en su nivel de empleo que contribuían positivamente al crecimiento de la productividad media del trabajo: en Dinamarca, el empleo industrial cayó a una

3. Tasas medias acumulativas de la productividad, la producción y la ocupación en los sectores industriales de España y de los países de la CEE



tasa acumulativa del 0,6 % anual; en Alemania, a una tasa de 1,2 % anual; en el Reino Unido, del 1,4 % anual, y en Holanda, del 1,7 % anual.

El ritmo de crecimiento de la productividad media del trabajo se situó, asimismo, entre el grupo de países con mayores crecimientos de esa variable. La productividad media observada del trabajo en la industria española creció, entre 1970 y 1974, a una tasa acumulativa del 6,0 % anual, frente al 6,2 % de Holanda y al 5,9 % de Bélgica, que son los países situados a la cabeza en cuanto al dinamismo de la productividad en este período. Este fuerte crecimiento de la productividad no impidió, como ya se ha señalado, un comportamiento muy favorable del empleo industrial, alentado por el rápido avance del producto.

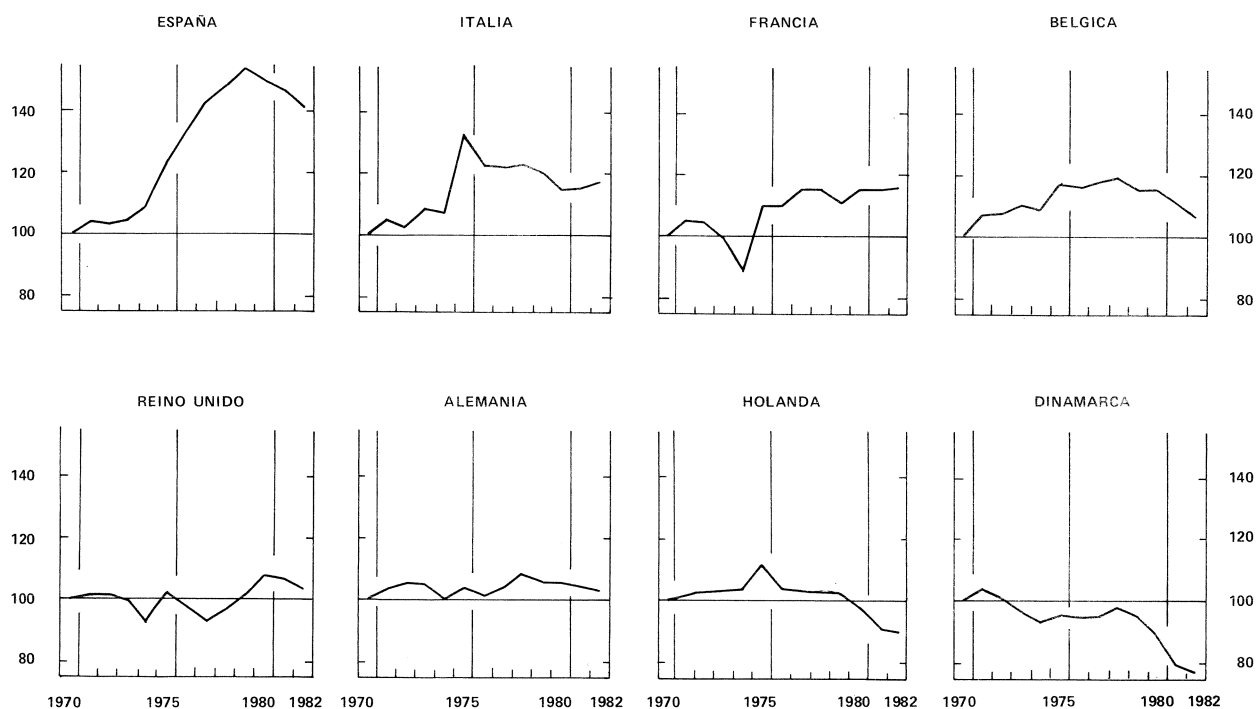
Durante el segundo período considerado (1975-1982), la superioridad del crecimiento en la producción industrial española desapareció por completo, hasta el punto de pasar desde la primera posición a la penúltima en el orden de las tasas acumulativas anuales de esa variable, dentro de este grupo de países. Durante esta segunda fase, la producción industrial creció en España a una tasa acumulativa media del 1,5 % anual, frente al 3,7 % de Italia, al 2,3 % de Francia, al 2,2 % de Dina-

marca, al 2,0 % de Holanda, al 1,8 % de Alemania, al 1,6 % de Bélgica y al -1,8 % del Reino Unido. Así, mientras que en el primer período (1970-1974) se produjo un avance relativo de la producción industrial española respecto a la del conjunto de países considerados, en este segundo período se ha registrado una caída en esa participación, que ha venido a agravar los efectos del debilitamiento general de la actividad productiva del conjunto.

Por otro lado, en lo que se refiere al comportamiento comparativo del nivel de empleo de la industria española, durante esta segunda fase ocurrió un fenómeno muy similar. Entre 1976 y 1982, el empleo industrial en España registró una caída del 17,1 %, sólo superada por las registradas en el Reino Unido (21,1 %) y en Bélgica (18,8 %). Los demás países registran tasas de descenso acumulado en el empleo industrial, en esta segunda fase, inferiores a la experimentada por España: Holanda del 15,1 %, Francia del 10,4 %, Dinamarca del 7,6 %, Alemania del 6,3 % e Italia del 4,3 %. Teniendo en cuenta que, durante la primera fase, el comportamiento del empleo industrial en España fue el más expansivo de todos, puede afirmarse que la industria española es la que ha experimentado una inflexión más profunda en la senda de evolución de su nivel de empleo.

4. Índice del coste laboral real por unidad de producto

(Índice base 100 = 1970)



Esta dramática singularidad del caso español, que consiste en haber registrado las inflexiones más radicales, durante todo el período, en la evolución de la producción y del empleo industrial, afecta a los índices de productividad media observada en un doble sentido. Por un lado, ha contribuido a que España sea el país, entre todos los estudiados, en el que la productividad media del trabajo en la industria ha experimentado la desaceleración más intensa, pasando de una tasa acumulativa anual del 6,0 % en el período 1970-1974 a una tasa acumulativa media del 3,7 % en el período 1975-1982. Y, por otro lado, ha contribuido también a que las ganancias de productividad derivadas de la propia reducción del empleo hayan sido, en nuestro país, muy importantes respecto a las registradas por los otros países.

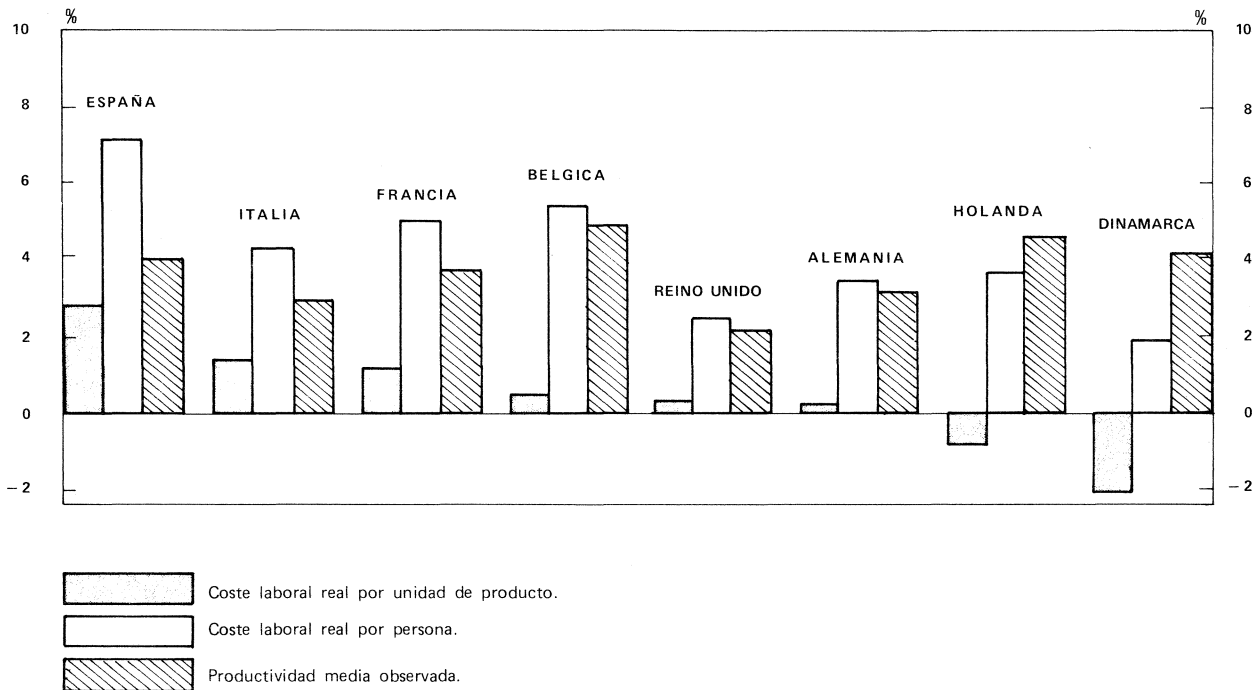
Como se dijo al principio, los índices de coste laboral real por unidad de producto constituyen una medida sintética que refleja la relación entre la evolución del coste laboral real y la productividad media observada del trabajo. El análisis comparativo de estos índices, que se recogen en el cuadro 13, constituye una forma de sintetizar el conjunto de elementos diferenciales que se han ido poniendo de manifiesto en el estudio de cada uno de sus componentes.

En el gráfico 4, se han representado los índices de coste laboral real por unidad de producto para todos los países estudiados, manteniendo la misma escala para todos ellos, de forma que la simple observación del mismo permite captar la intensidad relativa de la distorsión del precio real del trabajo en cada país.

En dicho gráfico, los países aparecen ordenados según la magnitud del crecimiento acumulado en el índice de coste laboral real por unidad de producto. El sector industrial español es el que ha experimentado un crecimiento más intenso en el índice de coste laboral real por unidad de producto, y, consecuentemente, una brecha más profunda entre la evolución del coste laboral real y la productividad media observada. Entre 1970 y 1982, este índice ha experimentado un encarecimiento acumulado del 41,6 %, que corresponde, en su mayor parte, a los fuertes incrementos registrados entre 1973 y 1979.

La evolución de los índices del coste laboral real por unidad de producto en Italia, Francia y Bélgica presenta cierta similitud con el proceso experimentado en la industria española, ya que estos países han registrado también encarecimientos muy significativos en esta variable, a lo largo del período. Sin embargo, la magni-

5. Tasas medias acumulativas del coste laboral real por unidad de producto, del coste laboral real por persona y de la productividad media observada del trabajo en los sectores industriales (1970-1982)



tud relativa de los mismos ha sido notablemente inferior a la registrada en la industria española. El crecimiento acumulado por esta variable en Italia fue del 17,5 %, en Francia del 15,9 % y en Bélgica del 6,6 %. En el Reino Unido y en Alemania, la evolución de este índice presenta una considerable estabilidad, de forma que el crecimiento acumulado en todo el período ha sido tan sólo del 3,6 % y del 3,0 %, respectivamente. Por último, en Holanda y Dinamarca, la evolución del índice refleja una moderación más acentuada, que se traduce en tasas negativas de crecimiento acumulado, durante todo el período, del -9,6 % en el primer caso y del -22,7 % en el segundo.

El gráfico 5 pretende mostrar la descomposición del crecimiento acumulado en el índice del coste laboral real por unidad de producto en cada país en el comportamiento que corresponde a la evolución del coste laboral real, por un lado, y a la evolución de la productividad del trabajo, por otro. Para ello se han representado, para cada país, las tasas medias acumulativas del coste laboral real por unidad de producto, del coste laboral real por persona y de la productividad media observada del trabajo. De este gráfico se desprende claramente que la mayor intensidad en el crecimiento del coste laboral real por unidad de producto en la industria española se debe a haber registrado, durante este período, el crecimiento más intenso en el coste laboral

real entre todos los países considerados, mientras que el crecimiento de la productividad media observada del trabajo ha sufrido la desaceleración más profunda, de forma que el crecimiento acumulado por esta variable, a lo largo de todo el período, ocupa una posición intermedia en el grupo de países estudiados.

4. Conclusión

Así, en el conjunto de este período, se ha producido, en el sector industrial español, una disparidad entre el crecimiento del coste laboral real por asalariado y el crecimiento de la productividad media del trabajo, de una intensidad relativa muy superior a la experimentada por los países considerados de la CEE. La gravedad de las repercusiones de esta desfavorable situación comparativa se ve incrementada si se tiene en cuenta que el encarecimiento del coste laboral real por persona se ha producido, en la industria española, asociado a una gran intensidad comparativa del proceso de inflación interior, y que la reabsorción de la brecha entre el coste laboral real y la productividad, iniciada en 1979, se ha efectuado, principalmente, a través de las ganancias de productividad, derivadas de la brusca inflexión experimentada en la senda de evolución del empleo industrial.

1. España: Índices de coste laboral por unidad de producto y sus respectivos componentes en la industria

	Índice de coste laboral nominal por persona 1	Índice de precios finales 2	Índice de coste laboral real por persona 3=1/2	Índice de producción 4	Índice de ocupación 5	Índice de productividad media observada 6=4/5	Índice de coste laboral nominal por unidad de producto 7=1/6	Índice de coste laboral real por unidad de producto 8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	113,99	105,30	108,25	106,16	102,33	103,75	109,88	104,35
1972	132,73	111,10	119,47	121,77	105,21	115,74	114,67	103,21
1973	156,47	120,40	129,96	134,77	108,69	124,00	126,19	104,81
1974	196,61	141,80	138,65	143,12	112,26	127,49	154,40	108,88
1975	253,98	163,70	155,15	142,28	112,84	126,09	201,48	123,08
1976	329,69	190,20	173,34	147,19	113,55	129,62	254,20	133,65
1977	431,77	226,60	190,54	154,05	115,24	133,68	323,26	142,66
1978	547,26	267,40	204,66	157,12	113,66	138,23	395,87	148,04
1979	676,01	307,20	220,05	156,96	110,02	142,66	473,83	154,24
1980	784,37	351,80	222,96	157,56	106,53	147,90	530,45	150,78
1981	905,16	399,20	226,74	158,35	102,60	154,33	586,68	146,96
1982	1 027,36	446,60	230,04	157,49	96,87	162,58	632,44	141,61
1983	1 160,92	505,50	229,66	161,43	94,11	171,53	677,34	134,00

Fuente: Banco de España.

**2. Italia: Índices de coste laboral por unidad de producto
y sus respectivos componentes en la industria**

	Índice de coste laboral nominal por persona	Índice de precios finales	Índice de coste laboral real por persona	Índice de producción	Índice de ocupación	Índice de productividad media observada	Índice de coste laboral nominal por unidad de producto	Índice de coste laboral real por unidad de producto
	1	2	3=1/2	4	5	6=4/5	7=1/6	8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	110,88	106,60	104,02	100,49	101,45	99,05	111,96	105,03
1972	123,21	115,60	106,58	104,66	100,71	103,92	118,24	102,28
1973	150,88	123,40	122,27	115,98	102,88	112,73	133,88	108,49
1974	185,83	148,30	125,30	123,37	105,50	116,93	159,08	107,27
1975	227,22	161,37	140,81	111,40	105,09	106,00	214,31	132,81
1976	281,75	192,87	146,08	125,47	105,35	119,10	236,60	122,67
1977	337,90	227,59	148,47	128,17	105,46	121,54	278,04	122,17
1978	386,32	251,67	153,50	130,45	104,38	124,97	308,97	122,77
1979	449,57	281,74	159,57	139,16	104,88	132,69	338,72	120,22
1980	536,01	331,62	161,64	147,92	105,11	140,72	380,39	114,71
1981	638,68	388,72	164,30	146,53	103,14	142,08	449,07	115,52
1982	747,86	446,43	167,52	143,94	100,83	142,75	524,69	117,53
1983		500,95						

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**3. Francia: Índices de coste laboral por unidad de producto
y sus respectivos componentes en la industria**

	Índice de coste laboral nominal por persona	Índice de precios finales	Índice de coste laboral real por persona	Índice de producción	Índice de ocupación	Índice de productividad media observada	Índice de coste laboral nominal por unidad de producto	Índice de coste laboral real por unidad de producto
	1	2	3=1/2	4	5	6=4/5	7=1/6	8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	112,85	102,11	110,52	106,37	101,33	104,98	107,51	105,29
1972	123,69	106,80	115,81	113,23	102,48	110,49	111,96	104,83
1973	140,65	122,57	114,76	120,90	104,66	115,51	121,76	99,34
1974	166,13	158,28	104,96	125,29	105,15	119,15	139,48	88,12
1975	196,49	149,24	131,66	122,85	102,90	119,39	164,51	110,23
1976	227,33	160,24	141,87	131,21	101,75	128,96	176,26	110,00
1977	262,62	169,17	155,24	136,47	101,25	134,78	194,85	115,18
1978	287,60	176,39	163,04	141,07	99,64	141,58	203,13	115,16
1979	327,29	199,96	163,68	144,52	97,82	147,73	221,52	110,78
1980	376,30	217,41	173,08	144,98	96,50	150,24	250,64	115,28
1981	432,99	246,54	175,62	141,71	92,97	152,43	283,95	115,17
1982	487,61	268,24	181,78	142,90	91,14	156,80	311,00	115,94
1983		297,98						

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**4. Bélgica: Índices de coste laboral por unidad de producto
y sus respectivos componentes en la industria**

	Indice de coste laboral nominal por persona	Indice de precios finales	Indice de coste laboral real por persona	Indice de producción	Indice de ocupación	Indice de productividad media observada	Indice de coste laboral nominal por unidad de producto	Indice de coste laboral real por unidad de producto
	1	2	3=1/2	4	5	6=4/5	7=1/6	8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	112,24	101,06	111,06	103,80	100,15	103,64	108,26	107,12
1972	127,56	104,57	121,98	112,07	98,91	113,31	112,56	107,64
1973	145,17	108,13	134,25	122,77	100,73	121,88	119,07	110,12
1974	173,80	126,82	137,04	128,07	101,81	125,80	138,13	108,92
1975	199,13	135,60	146,85	119,61	95,61	125,10	159,07	117,31
1976	230,99	140,83	164,02	129,65	91,71	141,37	163,41	116,03
1977	254,59	145,26	175,27	130,86	80,86	161,83	171,36	117,97
1978	275,71	146,50	188,20	133,49	84,46	158,06	174,47	119,09
1979	297,16	152,95	194,28	138,53	82,18	168,57	176,29	115,26
1980	317,65	161,02	197,28	137,40	80,50	170,68	186,19	115,63
1981	335,59	171,74	195,40	134,25	76,03	176,57	190,04	110,65
1982	351,19	183,71	191,17	133,62	74,48	179,40	195,85	106,61
1983		189,76						

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**5. Reino Unido: Índices de coste laboral por unidad de producto
y sus respectivos componentes en la industria**

	Indice de coste laboral nominal por persona	Indice de precios finales	Indice de coste laboral real por persona	Indice de producción	Indice de ocupación	Indice de productividad media observada	Indice de coste laboral nominal por unidad de producto	Indice de coste laboral real por unidad de producto
	1	2	3=1/2	4	5	6=4/5	7=1/6	8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	112,92	108,98	103,61	99,03	96,61	102,51	110,14	101,07
1972	125,70	114,67	109,62	101,06	93,26	108,37	116,06	101,21
1973	144,82	123,13	117,62	110,45	93,87	117,66	123,11	99,99
1974	167,66	157,33	106,56	109,10	94,39	115,58	145,26	92,33
1975	223,46	193,65	115,39	101,55	89,80	113,09	197,64	102,06
1976	260,95	225,01	115,97	103,48	86,87	119,12	219,15	97,40
1977	296,51	265,94	111,49	105,42	87,42	120,59	246,11	92,54
1978	343,49	292,21	117,55	106,10	87,00	121,95	281,80	96,44
1979	404,05	323,90	124,75	106,00	86,03	123,21	328,04	101,28
1980	472,21	369,38	127,84	96,81	81,75	118,41	398,88	107,99
1981	536,32	404,65	132,54	90,13	72,65	124,05	432,30	106,83
1982	588,90	435,94	135,09	89,45	68,58	130,44	451,65	103,60
1983		459,70						

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**6. Alemania: Índices de coste laboral real por unidad de producto
y sus respectivos componentes en la industria**

	Índice de coste laboral nominal por persona	Índice de precios finales	Índice de coste laboral real por persona	Índice de producción	Índice de ocupación	Índice de productividad media observada	Índice de coste laboral nominal por unidad de producto	Índice de coste laboral real por unidad de producto
	1	2	3=1/2	4	5	6=4/5	7=1/6	8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	109,67	104,20	105,25	101,02	99,33	101,70	107,83	103,48
1972	120,27	106,58	112,85	104,35	97,30	107,24	112,16	105,23
1973	134,96	113,90	118,49	110,75	97,97	113,04	119,39	104,82
1974	150,75	129,12	116,75	110,44	95,40	115,77	130,11	100,76
1975	164,18	133,24	123,22	105,12	89,01	118,10	139,04	104,35
1976	182,77	137,99	132,45	113,52	86,88	130,65	139,91	101,40
1977	198,75	141,88	140,08	116,28	86,18	134,93	147,30	103,82
1978	212,63	142,91	148,78	117,76	85,70	137,41	154,75	108,29
1979	227,30	150,31	151,22	123,41	85,99	143,52	158,43	105,40
1980	243,63	160,88	151,43	124,06	86,51	143,41	169,94	105,63
1981	257,36	170,59	150,87	122,27	82,68	147,88	177,69	104,17
1982	269,14	178,81	150,52	119,07	81,41	146,26	184,11	102,97
1983		181,45						

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**7. Holanda: Índices de coste laboral por unidad de producto
y sus respectivos componentes en la industria**

	Índice de coste laboral nominal por persona	Índice de precios finales	Índice de coste laboral real por persona	Índice de producción	Índice de ocupación	Índice de productividad media observada	Índice de coste laboral nominal por unidad de producto	Índice de coste laboral real por unidad de producto
	1	2	3=1/2	4	5	6=4/5	7=1/6	8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	112,97	106,40	106,18	103,33	98,54	104,86	107,78	101,29
1972	127,60	111,84	114,09	105,55	95,21	110,86	115,10	102,91
1973	149,57	119,39	125,28	113,33	93,68	120,98	123,61	103,53
1974	172,90	131,01	131,97	118,89	93,50	127,15	136,11	103,89
1975	193,96	139,98	138,56	111,11	90,26	123,11	157,63	112,61
1976	214,96	150,87	142,49	119,33	87,52	136,36	157,71	104,53
1977	235,18	159,69	147,27	120,00	84,19	142,54	165,05	103,36
1978	252,38	161,74	156,05	123,76	82,14	150,66	167,61	103,63
1979	268,81	166,14	161,80	127,51	81,32	156,80	171,60	103,29
1980	284,95	179,65	158,61	129,16	80,34	160,76	177,47	98,79
1981	298,14	196,16	151,99	128,69	77,72	165,58	180,13	91,83
1982	323,57	209,12	154,73	127,17	74,28	171,19	189,10	90,43
1983		212,94						

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

**8. Dinamarca: Índices de coste laboral por unidad de producto
y sus respectivos componentes en la industria**

	Índice de coste laboral nominal por persona	Índice de precios finales	Índice de coste laboral real por persona	Índice de producción	Índice de ocupación	Índice de productividad media observada	Índice de coste laboral nominal por unidad de producto	Índice de coste laboral real por unidad de producto
	1	2	3=1/2	4	5	6=4/5	7=1/6	8=3/6
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	112,61	103,74	108,55	101,48	97,56	104,02	108,27	104,36
1972	122,01	109,79	111,12	110,32	100,13	110,18	110,76	100,88
1973	140,19	125,92	111,34	116,72	101,46	115,04	121,84	96,77
1974	172,93	153,21	112,87	118,47	97,80	121,13	142,79	93,19
1975	199,71	161,95	123,31	116,00	89,58	129,49	154,21	95,22
1976	223,99	175,19	127,86	121,61	90,08	135,00	165,91	94,70
1977	245,51	189,13	129,81	122,38	89,61	136,56	179,86	95,10
1978	267,35	197,44	135,41	123,21	89,14	138,23	193,45	97,98
1979	298,53	215,12	138,77	131,23	89,84	146,07	204,46	95,05
1980	333,23	251,16	132,68	131,21	88,02	149,07	223,65	89,05
1981	364,23	290,53	125,37	131,92	83,81	157,40	231,48	79,67
1982	404,33	321,50	125,77	135,12	83,14	162,53	248,78	77,38
1983		337,57						

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

9. Coste laboral real en la industria

	España	Reino Unido	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	108,25	103,61	111,06	108,55	110,52	105,25	104,02	106,18
1972	119,47	109,62	121,98	111,12	115,81	112,85	106,58	114,09
1973	129,96	117,62	134,25	111,34	114,76	118,49	122,27	125,28
1974	138,65	106,56	137,04	112,87	104,96	116,75	125,30	131,97
1975	155,15	115,39	146,85	123,31	131,66	123,22	140,81	138,56
1976	173,34	115,97	164,02	127,86	141,87	132,45	146,08	142,49
1977	190,54	111,49	175,27	129,81	155,24	140,08	148,47	147,27
1978	204,66	117,55	188,20	135,41	163,04	148,78	153,50	156,05
1979	220,05	124,75	194,28	138,77	163,68	151,22	159,57	161,80
1980	222,96	127,84	197,28	132,68	173,08	151,43	161,64	158,61
1981	226,74	132,54	195,40	125,37	175,62	150,87	164,30	151,99
1982	230,04	135,09	191,17	125,77	181,78	150,52	167,52	154,73
1983	229,66							

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

10. Productividad media observada en la industria

	España	Reino Unido	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	103,75	102,51	103,64	104,02	104,98	101,70	99,05	104,86
1972	115,74	108,37	113,31	110,18	110,49	107,24	103,92	110,86
1973	124,00	117,66	121,88	115,04	115,51	113,04	112,73	120,98
1974	127,49	115,58	125,80	121,13	119,15	115,77	116,93	127,15
1975	126,09	113,09	125,10	129,49	119,39	118,10	106,00	123,11
1976	129,62	119,12	141,37	135,00	128,96	130,65	119,10	136,36
1977	133,68	120,59	161,83	136,56	134,78	134,93	121,54	142,54
1978	138,23	121,95	158,06	138,23	141,58	137,41	124,97	150,66
1979	142,66	123,21	168,57	146,07	147,73	143,52	132,69	156,80
1980	147,90	118,41	170,68	149,07	150,24	143,41	140,72	160,76
1981	154,33	124,05	176,57	157,40	152,43	147,88	142,08	165,58
1982	162,58	130,44	179,40	162,53	156,80	146,26	142,75	171,19
1983	171,53							

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

11. Producción en la industria

	España	Reino Unido	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	106,16	99,03	103,80	101,48	106,37	101,02	100,49	103,33
1972	121,77	101,06	112,07	110,32	113,23	104,35	104,66	105,55
1973	134,77	110,45	122,77	116,72	120,90	110,75	115,98	113,33
1974	143,12	109,10	128,07	118,47	125,29	110,44	123,37	118,89
1975	142,28	101,55	119,61	116,00	122,85	105,12	111,40	111,11
1976	147,19	103,48	129,65	121,61	131,21	113,52	125,47	119,33
1977	154,05	105,42	130,86	122,38	136,47	116,28	128,17	120,00
1978	157,12	106,10	133,49	123,21	141,07	117,76	130,45	123,76
1979	156,96	106,00	138,53	131,23	144,52	123,41	139,16	127,51
1980	157,56	96,81	137,40	131,21	144,98	124,06	147,92	129,16
1981	158,35	90,13	134,25	131,92	141,71	122,27	146,53	128,69
1982	157,49	89,45	133,62	135,12	142,90	119,07	143,94	127,17
1983	161,43							

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

12. Ocupación en la industria

	España	Reino Unido	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	102,33	96,61	100,15	97,56	101,33	99,33	101,45	98,54
1972	105,21	93,26	98,91	100,13	102,48	97,30	100,71	95,21
1973	108,69	93,87	100,73	101,46	104,66	97,97	102,88	93,68
1974	112,26	94,39	101,81	97,80	105,15	95,40	105,50	93,50
1975	112,84	89,80	95,61	89,58	102,90	89,01	105,09	90,26
1976	113,55	86,87	91,71	90,08	101,75	86,88	105,35	87,52
1977	115,24	87,42	80,86	89,61	101,25	86,18	105,46	84,19
1978	113,66	87,00	84,46	89,14	99,64	85,70	104,38	82,14
1979	110,02	86,03	82,18	89,84	97,82	85,99	104,88	81,32
1980	106,53	81,75	80,50	88,02	96,50	86,51	105,11	80,34
1981	102,60	72,65	76,03	83,81	92,97	82,68	103,14	77,72
1982	96,87	68,58	74,48	83,14	91,14	81,41	100,83	74,28
1983	94,11							

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

13. Coste laboral real por unidad de producto en la industria

	España	Reino Unido	Bélgica	Dinamarca	Francia	Alemania	Italia	Holanda
1970	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1971	104,35	101,07	107,12	104,36	105,29	103,48	105,03	101,29
1972	103,21	101,21	107,64	100,88	104,83	105,23	102,28	102,91
1973	104,81	99,99	110,12	96,77	99,34	104,82	108,49	103,53
1974	108,88	92,33	108,92	93,19	88,12	100,76	107,27	103,89
1975	123,08	102,06	117,31	95,22	110,23	104,35	132,81	112,61
1976	133,65	97,40	116,03	94,70	110,00	101,40	122,67	104,53
1977	142,66	92,54	117,97	95,10	115,18	103,82	122,17	103,36
1978	148,04	96,44	119,09	97,98	115,16	108,29	122,77	103,63
1979	154,24	101,28	115,26	95,05	110,78	105,40	120,22	103,29
1980	150,78	107,99	115,63	89,05	115,28	105,63	114,71	98,79
1981	146,96	106,83	110,65	79,67	115,17	104,17	115,52	91,83
1982	141,61	103,60	106,61	77,38	115,94	102,97	117,53	90,43
1983	134,00							

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en enero de 1985

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-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-I-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				
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
BARCELONA (7-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	18,00	=	=
BARCLAYS BANK S.A.E. (21-I-85).....	10,25	12,25	14,25	15,50	16,50	15,00	16,00	17,00	=	=	=	=
CATALANA (7-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	18,00	=	=
CREDITO COMERCIAL (15-I-85).....	10,00	=	=	14,00	16,50	=	=	=	=	=	=	20,50
TOLEDO (31-I-85).....	=	12,00	14,00	15,00	15,00	=	16,00	=	=	=	=	=
ZARAGOZANO (26-I-85).....	=	12,00	14,00	15,00	15,00	=	16,00	=	=	=	=	=
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
FINANZAS (24-I-85).....	=	=	=	15,00	16,50	15,00	=	=	=	=	=	=
HISPANO INDUSTRIAL (21-I-85).....	10,25	12,25	=	14,00	=	=	=	=	=	=	=	=
INDUSTRIAL DE CATALUÑA (7-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	18,00	=	=
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO (7-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	18,00	=	=
INDUSTRIAL DEL TAJO (21-I-85).....	10,00	12,00	14,00	15,00	16,00	14,50	15,25	15,75	=	(4,00)	15,75	19,00
BANCOS EXTRANJEROS												
AMERICA (9-I-85).....	=	=	=	=	=	=	14,50	=	=	=	=	=
(29-I-85).....	=	=	=	=	=	=	14,25	=	=	=	=	=
(31-I-85).....	=	=	=	=	=	14,50	16,50	16,50	=	=	=	=
BANKERS TRUST (8-I-85).....	=	=	=	=	=	13,88	15,00	=	=	=	=	=
(9-I-85).....	=	=	=	=	=	13,75	14,88	=	=	=	=	=
BARCLAYS BANK INTERNAC. (16-I-85).....	=	=	=	=	=	13,38	14,38	=	=	=	=	=
(19-I-85).....	=	=	=	=	=	13,50	=	=	=	=	=	=
COMER. ITALIANA (28-I-85).....	=	=	=	=	=	=	16,00	=	=	=	=	=
COMMERZBANK (31-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (14-I-85).....	8,30	10,55	11,20	11,70	=	13,25	=	=	17,25	17,25	=	=
(21-I-85).....	8,40	10,70	11,30	11,85	=	13,38	14,00	=	17,38	17,38	=	=
DRESDNER BANK (21-I-85).....	13,85	=	13,55	12,80	=	14,00	14,65	=	=	=	=	=
FIRST INTERSTATE (2-I-85).....	=	=	=	=	=	12,90	=	=	=	=	=	=
(8-I-85).....	=	=	=	=	=	13,00	=	=	=	=	=	=
(11-I-85).....	=	=	=	=	=	13,40	=	=	=	=	=	=
(24-I-85).....	=	=	=	=	=	=	14,00	15,50	=	=	=	=
(31-I-85).....	=	=	=	=	=	12,80	13,75	15,00	=	=	=	=

(a) Las notas correspondientes a la elaboración y contenido de este cuadro se encuentran en los *Boletines Económicos* de diciembre de 1981 y enero de 1982.
(b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(continuación) 2

Modificaciones en enero de 1985

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-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-I-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				
FIRST N. BANK OF CHICAGO												
(8-I-85).....	=	=	11,93	=	=	12,68	=	=	=	=	=	=
(11-I-85).....	=	=	12,38	12,75	=	13,13	13,75	=	=	=	=	=
(21-I-85).....	=	=	12,63	=	=	13,38	=	=	=	=	=	=
(25-I-85).....	=	=	12,18	12,50	=	12,93	13,50	=	=	=	=	=
MIDLAND BANK												
(8-I-85).....	=	=	=	=	=	14,00	=	=	17,00	=	=	=
(19-I-85).....	=	=	=	=	=	14,50	=	=	17,50	=	=	=
MORGAN GUARANTY												
(2-I-85).....	=	=	=	11,90	=	=	14,00	=	=	=	=	=
(8-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(17-I-85).....	13,13	=	12,88	11,85	=	13,25	=	=	=	=	=	=
PARIBAS												
(31-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORRO												
ALICANTE Y MURCIA												
(2-I-85).....	=	=	=	14,00	=	=	=	=	=	=	=	=
PAMPLONA NAVARRA												
(9-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	20,50	20,00	=	=
TARRASA												
(1-I-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	15,50	=
VALLADOLID POPULAR												
(11-I-85).....	=	=	10,00	12,00	14,50	=	11,00	16,00	=	=	=	=

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

CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
1/85 de 18 de enero	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado interior y amortizable formalizada en obligaciones del Estado.	7 febrero 1985
2/85 de 18 de enero	Banca privada. Créditos participativos.	8 febrero 1985
3/85 de 18 de enero	Transmitiendo la circular número 31/85, de 7 de enero, de la Dirección General de Transacciones Exteriores, sobre comunicación por la banca delegada de la venta de divisas para viajes.	—

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	C O N T E N I D O
Oficio circular de 18 de enero de 1985 (Referencia interna CV 1/85)	Entidades de depósito. Definición del sector público.

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.

PABLO MARTIN ACEÑA

LA CANTIDAD DE DINERO EN ESPAÑA, 1900-1935.— ESTUDIOS DE HISTORIA ECONOMICA, N.º 12

El objetivo esencial de este trabajo es estudiar la evolución y composición de la cantidad de dinero en España entre 1900 y 1935, y presentar un conjunto de apéndices estadísticos que recogen una amplia información sobre las principales magnitudes monetarias. La elaboración de los apéndices sirve a dos fines. De un lado, disponer del material empírico imprescindible para obtener un conocimiento cabal de la evolución monetaria española en el primer tercio del siglo XX y para poder realizar un análisis monetario sobre bases firmes. De otro, proporcionar a los historiadores económicos del período una información estadístico-monetaria que pueda serles de utilidad en sus estudios.

La primera parte del libro está dedicada a estudiar los datos que se presentan en los apéndices y a analizar la evolución y cambios en los principales agregados monetarios. Se describe el comportamiento y composición de tres distintas definiciones de dinero (M1, M2, M3), se aborda el estudio de las fuentes de crecimiento, o determinantes próximos, de la oferta monetaria y se examinan los factores de creación de la base monetaria. También se estudian las relaciones entre la renta nacional, los precios y la cantidad de dinero para el período 1900-1935.

El número total de apéndices que contiene el trabajo son seis, y todos cubren el período 1900-1935. El primero presenta un conjunto de series con los principales activos y pasivos financieros de la banca comercial; el segundo, una serie de cuentas de ahorro no bancarias, y el tercero, una estimación del encaje de los bancos y cajas de ahorro.

Finalmente, el apéndice quinto ofrece las series de base monetaria y de sus factores de creación, y el apéndice sexto, las series de oferta monetaria. De 1900 a 1922, la información estadística se presenta anualmente, y, de 1922 a 1935, las series proporcionan datos trimestrales.

AGUSTIN MARAVALL

UNA MEDIDA DE VOLATILIDAD EN SERIES TEMPORALES. CON UNA APLICACION AL CONTROL MONETARIO EN ESPAÑA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8423

El trabajo consiste en una aplicación del análisis de series temporales al problema de medir la volatilidad relativa de series temporales, problema que surge en aplicaciones muy diversas. Se argumenta que el efecto económico de la volatilidad de variables consiste no tanto en la magnitud de las fluctuaciones como en la incertidumbre que generan. Se propone, en consecuencia, una medida de fácil computación, que puede aplicarse con carácter general a cualquier variable, estrechamente asociada al concepto de impredecibilidad.

La discusión se ilustra con una aplicación al control monetario. Comparando la volatilidad relativa de los multiplicadores de la base monetaria y de las reservas bancarias, se concluye que, una vez que se eliminan unos primeros años de adaptación al establecimiento de una política monetaria activa, la relación entre M3 y las reservas es empíricamente más estable y predecible que la relación entre M3 y la base.

AGUSTIN MARAVALL

PREDICION DE MODELOS DE SERIES TEMPORALES.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8501

El trabajo discute algunas diferencias entre los modelos econométricos convencionales y los modelos de series temporales denominados ARIMA. Se resumen las características principales de estos modelos, entre las que destacan su sencillez de uso y su orientación hacia la predicción. Se analizan las funciones de predicción que presentan.

Se realiza a continuación una aplicación sencilla a la predicción de las series españolas de comercio exterior y se analizan las predicciones a corto y medio plazo (hasta un horizonte de un año) que generan. Se obtienen resultados considerablemente sensatos, pese al

carácter errático y difícil de interpretar de las series. Los resultados son robustos frente a cambios en la especificación del modelo. Por último, se muestra cómo la modelización ARIMA refleja la evolución de las series captando la estructura estocástica de sus tendencias y de sus oscilaciones estacionales.

AGUSTIN MARAVALL

ON STRUCTURAL TIME SERIES MODELS AND THE CHARACTERIZATIONS OF COMPONENTS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8502

El trabajo analiza los modelos estructurales de series temporales recientemente propuestos. En ellos, en lugar de especificar un modelo para la serie observada, se especifican a priori modelos para los componentes no observados, tales como la tendencia, la estacionalidad o el irregular.

Se demuestra cómo series para las cuales X11 es adecuado, o series con modelos agregados del tipo de las líneas aéreas, pueden ajustarse al formato de los modelos estructurales. Sin embargo, la caracterización de los componentes resulta insatisfactoria. Se demuestra que la tendencia del modelo estructural contiene un componente aditivo de tipo ruido blanco, y lo mismo sucede con el componente estacional. En consecuencia, la identificación de los modelos para los componentes se consigue a costa de trasladar parte de la variación irregular (ruido blanco) a la tendencia y a la estacionalidad. Se sugiere una modificación de los modelos, que permite identificar componentes sin contaminar por ruido.