

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

marzo 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.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M_3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_1^1 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).
- T_6^1 Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T_{12}^1 Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero).
- T_1^3 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).
- T_3^3 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).
- T_1^6 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).
- T_1^{12} Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).
- T_{12}^{12} 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 Intervención del Gobernador del Banco de España en la Comisión de Economía del Congreso, el día 13 de marzo de 1985
- 14 Evolución monetaria
- 19 Empleo y paro en 1984
- 26 La balanza de pagos en 1984
- 33 Información del Banco de España
- 34 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en febrero de 1985.
- 37 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 39 Indicadores económicos

Intervención del Gobernador del Banco de España en la Comisión de Economía del Congreso, el día 13 de marzo de 1985

Señor Presidente, señores Diputados:

Cumplo, una vez más, con el agradable deber de informar, ante esta Comisión de Economía, Comercio y Hacienda, sobre los aspectos más relevantes de la evolución reciente de los acontecimientos en el ámbito de competencia propio del Banco de España.

En mi intervención ante esta Comisión, el 30 de octubre del pasado año, tuve ocasión de realizar una exposición bastante detallada de la actuación del Banco de España en el desarrollo de la política monetaria. En los meses transcurridos desde entonces, no se han producido cambios sustanciales en la misma, y por ello me limitaré a un rápido resumen de su curso en el conjunto del año, para esbozar después sus perspectivas para el año 1985.

La política monetaria desarrollada en 1984 fue, en casi todas sus manifestaciones, una prolongación de la que se inició en la primavera de 1983. En el terreno de las magnitudes monetarias, los ritmos de crecimiento del año 1984 fueron, de hecho, una extensión de la nueva senda de expansión que se inicia en mayo de 1983. En el campo de los tipos de interés, el año 1984 vio cómo se cerraba un ciclo de elevación transitoria de los tipos de interés nominales, para alcanzar más adelante descensos en los que, por vez primera, se rebajaban los niveles de los años 1980-82. Y en materia de política de tipo de cambio, continuó en 1984 la nueva orientación que se hizo patente, a mediados de 1983, al producirse un importantísimo cambio de signo en las cuentas exteriores españolas.

Los objetivos de la política monetaria para 1984 se concretaron en una senda de crecimiento de los activos líquidos en manos del público centrada en el 12,5 %, con unos límites extremos del 10,5 % y el 14,5 %. En el mes de abril de 1983 y de nuevo en el verano, las autoridades habían introducido revisiones a la baja en los objetivos perseguidos, con el resultado de un sensible cambio en la senda efectiva de crecimiento de los activos líquidos. Tomando como divisorio la cifra de mayo de 1983, el ritmo anual de crecimiento de los activos líquidos pasó del 18,5 % en los cinco primeros meses de dicho año al 14,3 % en los siete últimos meses. Los objetivos planteados para 1984 suponían, en principio, una desaceleración adicional de la expansión monetaria, aunque ésta acabó siendo, en realidad, pequeña, dado que el aumento efectivo de los activos líquidos a lo largo de 1984 fue del 14,1 %, situándose así próximo al límite superior de los objetivos. Estos resultados encubren, sin embargo, realidades distintas en el transcurso del año. Los cinco primeros meses del mismo fueron de crecimiento muy contenido (11,3 % en tasa anual), y a ellos siguió una expansión muy viva

en los meses de junio y julio (20,8 %), con retorno, en el resto del año, a una cifra (13,6 %) próxima al crecimiento medio anual.

Como ya señalé en octubre, el Banco de España optó por aceptar esa aceleración inicial, lo que significaba alcanzar la banda superior de los objetivos, para atemperar, a continuación, el crecimiento de los activos líquidos, de modo que no se sobrepasara ese límite y, en lo posible, se retornara al punto central de los objetivos.

En esta decisión pesaron diversos factores. Las motivaciones de balanza de pagos, que habían influido mucho en el curso más restrictivo de la política monetaria adoptado en 1983, habían desaparecido por completo. Los objetivos de desaceleración de la inflación se iban a alcanzar, previsiblemente, apoyados por una fuerte contención del crecimiento de los salarios, al tiempo que diversos indicios razonables apuntaban a una recuperación de los niveles de actividad que no se quería contrariar. En fin, por primera vez, se vislumbraba la posibilidad de un descenso significativo de todos los tipos de interés nominales por debajo de los niveles medios de los años precedentes y, dada la caída de las tasas de inflación, se deseaba evitar que la elevación de los tipos de interés reales que se había hecho patente en los últimos años pudiera alcanzar nuevas cotas. Todo ello justificaba que, dentro de un horizonte que no se preveía largo, la política monetaria optara por una posición marginalmente más expansiva.

En resumen, la evolución de las magnitudes monetarias en 1984 puede verse como la prolongación de un ciclo que se inicia en la primavera de 1983 y que, probablemente, se cierra en los meses finales de 1984 e iniciales de 1985. Se trata de una fase de ajuste, que supuso reconducir el proceso de expansión monetaria a una senda de crecimiento en torno al 14 %, frente a las tasas del 16,5 %-18 % vigentes desde 1980. La fuerte inercia de los ritmos precedentes explica, en parte, que un cambio aparentemente modesto, como el señalado, produjera muchas más tensiones y tuviera efectos más trascendentes que los que, acaso, hubiera cabido esperar. Pero éstos no serían explicables sin tener en cuenta, de un lado, que ese ajuste se inscribe en un proceso de ruptura efectiva de expectativas inflacionistas en el que la política monetaria no fue el único protagonista y, de otro lado, que al proceso de ajuste propiamente dicho se le superpuso una importante reestructuración de los mecanismos de financiación del Estado.

El retorno de los diversos tipos de interés a sus niveles de comienzos de 1983 se produjo con apreciables desfases temporales, retrasándose, en general, para

las operaciones o los instrumentos a más largo plazo. De todos modos, la caída de los tipos de interés por debajo de los niveles vigentes a principios de 1983, fenómeno que se produce básicamente en la segunda mitad de 1984, constituyó la gran novedad del año y merece especial atención.

En realidad, desde 1981, tanto el proceso de expansión monetaria como la inflación habían ido experimentando suaves descensos, sin que los tipos de interés nominales mostraran análoga tendencia, con la consiguiente elevación de los tipos de interés reales implícitos.

Dicho fenómeno se debió, en parte, a la especial incidencia sobre los mercados financieros del creciente endeudamiento de las administraciones públicas, pero puede hablarse también de una falta de confianza, entre los agentes de dicho mercado, en la firmeza y continuidad de la política antiinflacionista en curso, atribuida a diversas causas, entre las que aparecen, a partir de cierto momento, las incertidumbres y expectativas del cambio de gobierno. Desde esta óptica, la moderada revisión de las sendas de expansión monetaria que se inicia en la primavera de 1983 y, sobre todo, la firmeza de las autoridades en mantenerla, a pesar de sus negativos efectos a corto plazo sobre los tipos de interés nominales, pudieron ejercer una influencia decisiva en las expectativas de continuidad de la política antiinflacionista y en la credibilidad del propósito de las autoridades.

La importante desaceleración en el crecimiento salarial previsto para 1984 debió de contribuir considerablemente a reforzar esas tendencias. Este habría sido, así, el principal factor determinante de una tendencia a la baja de los tipos de interés nominales que los aproximaría a las tasas corrientes de inflación, con un correspondiente freno al incremento, e incluso con un descenso, de los tipos de interés reales.

En todo caso, a finales de 1984, los tipos interbancarios se habían situado sensiblemente por debajo de los niveles de años anteriores, y lo mismo había ocurrido con los tipos de los pagarés del Tesoro o de los depósitos a interés variable. Los tipos de interés de los depósitos se habían reducido aproximadamente en un punto respecto al nivel, muy estable, de los años anteriores, y los de los créditos a interés fijo empezaban a esbozar una reducción, todavía muy pequeña. La caída del rendimiento interno de la deuda pública por debajo del nivel de principios de 1983 se hizo muy patente en diciembre de 1984 y proseguía a principios de 1985.

En este proceso se iban a producir cambios apreciables en la estructura de los tipos de interés. El más

notable fue el de que los tipos del mercado interbancario, que en el pasado estuvieron siempre cercanos a los tipos del crédito bancario, empezaron, en la segunda mitad de 1984, a aproximarse a los de otros mercados de instrumentos a corto plazo, y más concretamente a los de los propios pasivos bancarios. Es pronto para pronunciarse sobre la permanencia de tal cambio —aunque ésta no parece improbable—, con consecuencias a largo plazo que podrían ser importantes.

El cambio antes citado ha originado que, por primera vez en bastantes años, la curva temporal de tipos de interés adopte un perfil normal, en el sentido de que, para niveles de riesgo comparables, casi todos los tipos resultan crecientes con los plazos. De hecho, dado el descenso muy significativo que se ha producido en los últimos meses de 1984 en el rendimiento interno de la deuda pública a largo plazo, dicha curva resultaba, a finales de 1984, bastante plana.

La nota discordante en esta situación la daban los tipos de interés del crédito bancario, que, si en el caso de las operaciones a tipos variables mostraron un importante descenso en 1984, no evidenciaron análogo movimiento en el caso de las operaciones a tipos de interés fijo. Se trata, sin duda, de un mercado cuya respuesta a los cambios en las condiciones financieras generales se ha producido tradicionalmente con notable lentitud. Pero el significativo descenso de los tipos interbancarios y de los tipos sobre depósitos, las reducciones anunciadas en los tipos activos preferentes y la apetencia que las entidades bancarias han mostrado recientemente por la suscripción de pagarés del Tesoro a tipos de interés comparativamente bajos y con preferencia por las modalidades a más largo plazo, son señales de que la caída de los tipos de interés activos es un proceso en marcha.

La política de tipo de cambio estuvo fuertemente influida en 1984, como ya ocurrió en la segunda mitad de 1983, por el importante cambio de signo de nuestra cuenta corriente exterior. Y, al igual que en años anteriores, hubo de enmarcarse en una evolución al alza del dólar americano frente al resto de las monedas europeas. Dicha política, expresada con referencia a la evolución del tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a los países desarrollados, se caracterizó por una notable estabilidad de este índice, que contrasta con su tendencia a la baja en los tres años precedentes. En el conjunto del año, dicho índice se apreció, de hecho, aunque en un porcentaje muy moderado. La peseta siguió, así, un curso medio entre la evolución del dólar, frente al cual se depreció en un 8 %, y la de las otras monedas europeas, frente a las que se apreció de forma generalizada, que se sintetiza en un 5,1 % frente al conjunto de los países de la CEE.

Habida cuenta de la evolución de los precios relativos, esta evolución de los tipos de cambio efectivos nominales se tradujo en una apreciación del tipo de cambio efectivo real, que, frente al conjunto de los países desarrollados fue del 6,0 %, medida por los precios de consumo, o del 2,7 %, medida por los precios industriales. Las correspondientes cifras frente a los países de la CEE fueron, lógicamente, mucho más altas, mientras que frente al dólar se produjo una moderada depreciación. Esta evolución implicó que a finales de 1984 se registrara una significativa aproximación a los niveles de tipo de cambio real vigentes antes de la devaluación de diciembre de 1982, aproximación que en el caso de la CEE fue prácticamente total.

La política de tipo de cambio descrita vino impuesta por el curso excepcionalmente favorable que mostró en 1984 la balanza de pagos, tanto en sus componentes corrientes como en los de capital, a consecuencia de lo cual el Banco de España se vio enfrentado con la necesidad de adquirir cifras masivas de reservas. El incremento efectivo de éstas en el año fue de 4.560 millones de dólares, a pesar de la liquidación casi total de un saldo de compromisos de ventas a plazo que, a principios de 1984, se cifraba en unos 900 millones de dólares adicionales.

Pese al efecto tal vez adverso de la apreciación del tipo de cambio real sobre unas exportaciones que tendían a desacelerar su ritmo de crecimiento, tras el fortísimo avance del segundo semestre de 1983 y del primer semestre de 1984, se estimó que los saldos excepcionalmente favorables de la balanza corriente daban margen para aceptar aquélla, habida cuenta de sus efectos moderadores sobre el alza de los precios y sobre las necesidades de adquisición de reservas por parte del Banco de España.

La evolución de la financiación recibida por los diversos sectores de la economía volvió a estar marcada en 1984, como en años anteriores, por las importantes necesidades del Estado, estimadas en 1.340 m.m., frente a 1.185 en 1983, a lo que se superpuso el fuerte protagonismo que en su financiación asumieron, en 1984, los pagarés del Tesoro (2.040 m.m., frente a 1.033 en 1983), con implicaciones muy considerables para el funcionamiento de todas las instituciones y de muchos mercados financieros. Dado el peso, relativamente bajo, de la financiación del Estado cubierta por los mercados internacionales, las posibilidades de financiación del sector privado en los mercados financieros internos se vieron notablemente constreñidas por esa evolución de las cuentas públicas. Pero el aumento del déficit de las administraciones públicas y la conversión del déficit tradicional de la cuenta corriente de la balanza de pagos en superávit apuntan a una notable

mejora del excedente de ahorro sobre inversión del sector privado y a una reducción consecuente de sus necesidades netas de financiación.

Esta financiación experimentó, por otra parte, cambios notables en 1984, que se sintetizan en un apreciable incremento de la financiación exterior (14,4 % de aumento, muy concentrado en la primera mitad del año) y en un desarrollo excepcional de la financiación mediante emisiones de títulos monetarios a corto plazo, obligaciones y acciones (720 m.m. en 1984 frente a 280 en 1983), fenómenos asociados a las condiciones más favorables de estos mercados en relación con las del crédito bancario tradicional. Todo ello contribuye a explicar que el crédito bancario al sector privado creciera sólo en un 4,5 %, en un contexto de atonía de la demanda de crédito y de relajación evidente, aunque lenta, de las condiciones fijadas por las entidades bancarias.

Para el año 1985, los objetivos de política monetaria se han fijado en el 11 % para las disponibilidades líquidas (M_3) y el 13 % para los activos líquidos en manos del público (ALP), con una banda de un punto y medio hacia arriba y hacia abajo del objetivo central. Hay que señalar, sin embargo, que en este año pueden producirse unas diferencias grandes en las tendencias de los ALP y de M_3 , como de hecho ha ocurrido durante los últimos meses. En efecto, como consecuencia de la baja de los tipos de interés de los depósitos de la banca, se ha advertido un importante desplazamiento del público desde depósitos bancarios —especialmente depósitos en la banca— hacia otros pasivos no monetarios generados por las propias entidades de depósito, hacia pagarés del Tesoro y hacia colocaciones financieras a más largo plazo. En el caso de que se confirmara la persistencia de este descenso en la cantidad de dinero demandada por el público, sería preciso tenerla en cuenta y aceptar un ritmo de crecimiento de M_3 más bajo del que aparece implícito en los objetivos iniciales.

En conjunto, los objetivos monetarios definidos para 1985 no difieren mucho de los del año precedente, pero suponen, de hecho, el mantenimiento de la política de desaceleración paulatina de las magnitudes monetarias en busca del restablecimiento de unos equilibrios que asienten las bases para un proceso duradero de crecimiento de la actividad económica.

En la esfera internacional, el mundo no va a experimentar el intenso impulso que recibió de la rápida recuperación de la economía americana durante el primer semestre de 1984; pero también se han despejado los nubarrones que hacían temer, en el otoño del pasado año, que la reactivación americana no dejara paso a una fase de expansión. Tras los resultados observa-

dos en los últimos meses, todo hace pensar que la economía americana avanzará a una tasa real cercana al 4 % anual en 1985. Por otra parte, la economía europea, que se vio intensamente afectada el pasado año por los conflictos laborales de Alemania y el Reino Unido, parece estar registrando, desde el último otoño, una consolidación de su proceso de recuperación. Cabe, pues, esperar que el contexto internacional será favorable en 1985 y que el comercio mundial crecerá a una tasa del orden del 6,5 % en volumen.

Hay, desde luego, incertidumbres considerables por lo que se refiere a los tipos de cambio, es decir, al comportamiento del dólar, que hacen difícil cualquier previsión. Por otra parte, no hay que pensar que nuestras exportaciones vayan a repetir la formidable expansión que registraron durante la segunda mitad de 1983 y el primer semestre de 1984; no hay, pues, que suponer que el conjunto de nuestras exportaciones de bienes y servicios vayan a repetir, en 1985, la tasa real de aumento del 15 % que experimentaron el pasado año. Sin embargo, parece razonable esperar que muestren una tasa positiva, del orden del 3 %, en 1985.

Esto supone, desde luego, una consolidación del intenso salto que nuestras ventas al exterior registraron el pasado año; pero implica también que nuestra economía recibirá un estímulo de la demanda exterior bastante más bajo que el que actuó en 1984. En consecuencia, la evolución global de nuestra economía en este año va a depender, de modo decisivo, del comportamiento de la demanda interna. Aquí cabe confiar en una mejora del consumo real del sector privado resultante de la desaceleración de la inflación, mientras que, simultáneamente, la recuperación de la rentabilidad de las empresas y el descenso de los tipos de interés pueden consolidar la mejora de la inversión productiva que varios indicadores parecen apuntar desde mediados del pasado año.

La política monetaria programada se propone, por una parte, facilitar la desaceleración deseable de la tasa de inflación y contribuir así a la recuperación del consumo; y, por otra parte, ser compatible con la recuperación buscada en la inversión. Dado el déficit presupuestario previsto y con una variación de las reservas exteriores que —por las razones que enseguida indicaré— se prevé muy reducida en el año, los objetivos monetarios son compatibles con un aumento de la financiación proporcionada por el sistema financiero y por los mercados monetarios al sector privado del orden del 9 al 10 %; teniendo en cuenta la mejora esperada en la rentabilidad de las empresas, esto es coherente con una importante recuperación de la inversión en capital productivo.

Con los márgenes de incertidumbre propios de cualquier previsión en los primeros meses del año, el Ministerio de Economía prevé que el Producto Interior Bruto, en términos reales, avance un 3,0 % en 1985. Con este crecimiento, básicamente impulsado por la demanda interna, y el aumento previsto en nuestras exportaciones, la balanza de pagos por cuenta corriente podría registrar un excedente algo superior a los 2.000 millones de dólares.

Debo señalar, sin embargo, que la distensión de las condiciones en los mercados financieros interiores y los temores suscitados por el comportamiento del dólar están llevando, por una parte, a una menor apelación española a los mercados financieros internacionales y, por otra, a una anticipación en la cancelación de pasivos anteriormente contraídos con el exterior. Esto quiere decir que el excedente de la balanza de pagos por cuenta corriente se verá probablemente acompañado de una aproximada estabilidad en nuestra posición de reservas exteriores y que es posible que éstas registren incluso descensos apreciables en algunos meses del año en los que los movimientos de capitales con el resto del mundo muestren saldos negativos considerables. Nada hay de preocupante en esta evolución, que eliminará las intensas presiones al alza registradas el pasado año en los mercados de cambios y que se tradujeron en una acumulación de reservas del orden de los 4.560 millones de dólares.

Nuestra política cambiaria se verá, sin duda, condicionada, en el año, por el comportamiento del dólar. Nuestro objetivo consistirá en mantener la competitividad de nuestros bienes y servicios frente a nuestros competidores, especialmente en Europa, pero sin aceptar depreciaciones respecto de los mismos que no estarían justificadas en vista del excedente que cabe prever en nuestra balanza de pagos por cuenta corriente y que tendrían efectos negativos para los precios interiores.

Durante los dos primeros meses del año 1985, se han producido grandes perturbaciones en los mercados cambiarios. De hecho, ya durante el segundo semestre del año 1984, el dólar experimentó una acusada fortaleza frente al resto de las principales monedas cotizadas en los mercados internacionales, de manera que lo novedoso de este período no ha sido su pujanza, sino los grandes vaivenes que ha trazado su proceso de apreciación. El nerviosismo con que se contemplaba su subida por parte de los operadores, las distintas manifestaciones de las autoridades estadounidenses y las intervenciones de los bancos centrales en los mercados de divisas han generado un proceso de subida espectacular, seguido de recortes notables de su coti-

zación, que ha perturbado profundamente los mercados financieros internacionales.

La actuación del Banco de España en los mercados cambiarios ha tratado de mitigar estas fluctuaciones y de mantener la peseta en un punto intermedio entre el dólar y el resto de monedas del Mercado Común. Esta intervención implicó la adquisición de reservas de divisas por una cuantía superior a 500 millones de dólares en el mes de enero y que, durante el mes de febrero, ante la enorme fortaleza del dólar, se cediera una parte de las divisas acumuladas en el mes anterior.

Los mercados financieros internos han experimentado una evolución mucho más sosegada y acorde con la tendencia más expansiva que parecía apuntarse en los dos últimos meses del año 1984. Los activos líquidos en manos del público han recobrado un ritmo de crecimiento muy vivo, impulsados por el incremento de las necesidades de financiación del sector público, por la acumulación de activos frente al exterior y, según todos los indicios, por un mayor avance de los recursos financieros puestos a disposición del sector privado por las entidades de crédito.

En los dos primeros meses de 1985, según cifras provisionales, los activos líquidos del público han experimentado un avance próximo al 15 % en tasa anual. Las disponibilidades líquidas, sin embargo, han crecido a una tasa cercana al 8 %, habiéndose ampliado la diferencia entre los ritmos de expansión de ambas magnitudes. Detrás de este fenómeno, se encuentra la favorable acogida que las emisiones de pagarés del Tesoro y de empréstitos bancarios han tenido en las carteras del público.

Si se contempla el crecimiento de las distintas instituciones, se observa que la banca privada ha mantenido estancadas sus operaciones de captación de recursos, mientras que las cajas de ahorro, principalmente, y las cooperativas de crédito, en menor medida, han acelerado sus ritmos de expansión.

El crecimiento de los recursos financieros ha servido para cubrir las necesidades de financiación del sector público, que, tradicionalmente, demanda fuertes volúmenes de fondos en estos meses del año. Hay que destacar, sin embargo, que a esta evolución se ha superpuesto, al parecer, una mayor actividad de las entidades en la concesión de financiación a su clientela del sector privado. No se dispone todavía de la información necesaria para confirmar esta conjetura, pero el fuerte avance de la liquidez de base proporcionada por el Banco de España a bancos y cajas es difícil de interpretar en ausencia de una mayor demanda de crédito por parte del sector privado.

Es probable que esta mayor apetencia que las empresas y familias mostraron por los fondos ajenos responde, en parte, a una menor apelación a los mercados de créditos exteriores en vista de las perturbaciones que se evidencian en estos mercados y del alza que han registrado los tipos de interés en el extranjero, así como de las condiciones más relajadas de los mercados internos. En febrero se ha advertido, en efecto, con alguna intensidad, tanto un menor recurso a los mercados exteriores como el fenómeno de amortización anticipada de créditos frente al resto del mundo que he comentado anteriormente. Por otra parte, no cabe descartar que el suave descenso de los tipos activos del crédito bancario haya fortalecido el rebrote de demanda interior que parecía apuntar en los meses finales de 1984.

A lo largo de las semanas transcurridas del año 1985, los tipos de interés negociados en los mercados monetarios han mostrado una suave caída. El Tesoro ha colocado, sin ninguna dificultad y a tipos ligeramente decrecientes, un volumen notable de pagarés, y esta actuación ha presionado hacia el descenso al resto de tipos contratados. El Banco de España ha suministrado la liquidez de base que se le demandaba en la subasta de préstamos al 12,50 % y, posteriormente, al 12,25 %.

Tengo que señalar, sin embargo, que el Banco de España considera primordial el cumplimiento de los objetivos básicos fijados por el gobierno, en el convencimiento de que ésa es la mejor contribución que el sector monetario puede hacer al proceso de recuperación de la economía. Esto puede obligar a retoques en los tipos de interés, si la demanda de activos líquidos superase la senda prevista. Por otro lado, tendremos que estar muy atentos a la tendencia creciente de los tipos de interés en los mercados exteriores, para evitar que se produzca un cambio excesivo en nuestra balanza de capitales.

* * *

Paso a considerar ahora algunos puntos relativos al marco institucional en que se desenvuelve la actividad monetaria y financiera.

A lo largo de los últimos meses, se han producido diversos cambios significativos en la regulación de las inversiones obligatorias de las instituciones financieras, que han de tener su culminación en la aprobación de la nueva Ley sobre coeficientes de inversión. Esta es, pues, una ocasión adecuada para presentar algunas reflexiones sobre el alcance y las implicaciones de este mecanismo de regulación de la actividad de las instituciones financieras.

En la mayor parte de los casos, un coeficiente de inversión es un mecanismo destinado a forzar a las instituciones bancarias —bancos y cajas de ahorro— a realizar unas inversiones que, por su propia iniciativa, no desarrollarían y que, por uno u otro motivo, las autoridades consideran necesario impulsar. Los coeficientes de inversión imponen, pues, a las instituciones financieras un coste y tienen un impacto inicial negativo sobre sus resultados. Por el contrario, aquellos para quienes los activos afectados por coeficientes de inversión constituyen un pasivo estarán recibiendo un beneficio correspondiente.

Ello permite interpretar los coeficientes de inversión en términos fiscales, como la combinación de un impuesto y de una transferencia por iguales importes. El impuesto recae inicialmente sobre las instituciones financieras, y la transferencia beneficia a quienes aparecen como prestatarios en las operaciones afectadas por el coeficiente. Cuantificar esas magnitudes resulta bastante difícil, pero, por dar una idea de su importancia, puede señalarse que, dentro de unos supuestos bastante conservadores, se llega fácilmente a cifras muy superiores a los 100 mil millones de pesetas en el año 1984.

Dicho de otro modo, cabría (y en algunos casos se ha intentado, efectivamente) sustituir los coeficientes por subvenciones estatales a los prestatarios, con lo cual éstos podrían financiarse en condiciones de mercado y obtener un efecto neto análogo al de una financiación privilegiada, pero con la enorme ventaja de que las ayudas a unos determinados sectores no serían financiadas por los sectores no protegidos o por los ahorradores.

La consecución de los fines perseguidos con los coeficientes a través de la vía alternativa de subvenciones e impuestos explícitos requeriría la incorporación formal de unas y otros al presupuesto estatal. Ello tendría la ventaja de hacer explícito el proceso de transferencia de rentas implícito en los coeficientes de inversión. Pero es probable que esta misma transparencia explique la preferencia que históricamente se ha evidenciado por los coeficientes de inversión, tanto por parte del Estado como por parte de los prestatarios.

A la hora de analizar los efectos económicos de los distintos coeficientes de inversión, resulta útil referirse, en primer lugar, a los coeficientes que benefician al sector público, ya que sus implicaciones son más simples y nítidas que en los restantes casos.

Los coeficientes de este tipo, de los que pueden ser ejemplos característicos los coeficientes de fondos públicos o los específicos de cédulas para inversiones,

persiguen exclusivamente garantizar una financiación estatal a tipos de interés inferiores a los del mercado. Ello es cierto incluso en el caso de los coeficientes que imponen la obligatoria adquisición de activos frente al Banco de España. En efecto, éstos acaban excediendo, sea por su cuantía, sea por su remuneración, el alcance teórico exigido por sus finalidades de regulación monetaria, para convertirse, en parte, en auténticos coeficientes de inversión, que procuran una financiación a tipos de interés más favorables que los de mercado y cuyo beneficiario último es el Estado, destinatario final de los resultados obtenidos por el Banco de España.

En cuanto al gravamen generado por los coeficientes, su incidencia directa recae sobre las instituciones financieras, pero éstas no soportan efectivamente esa imposición indirecta, sino que en su mayor parte la trasladan a su clientela de activo y de pasivo.

Al considerar los coeficientes de inversión obligatoria cuyos beneficiarios son prestatarios privados, el panorama es bastante distinto. Estos coeficientes se basan en el supuesto de que las operaciones afectadas, generalmente de carácter finalista, pueden aislarse del resto de las operaciones financieras de sus beneficiarios. Este supuesto suele ser falso, y ello abre importantes vías de frustración de los propósitos perseguidos por los coeficientes de inversión, al margen de cuál sea la eventual validez de los mismos.

En primer lugar, casi todos los coeficientes de inversión obligatoria se caracterizaban por su finalismo, que responde a una creencia, muy firme y difundida, en las posibilidades de dirigir el desarrollo de las actividades económicas a través del control de su financiación. Pero la sustituibilidad de todos los flujos financieros hace bastante ilusorias las posibilidades de influir en el desarrollo de actividades económicas concretas por la vía de asegurar una financiación privilegiada de las mismas.

En segundo lugar, es muy improbable que las instituciones financieras se muestren dispuestas a realizar operaciones privilegiadas, al amparo de los coeficientes de inversión obligatoria, con quienes no sean clientes generales de ellas o no estén dispuestos a convertirse en tales, sobre todo cuando los propios coeficientes generan una situación de exceso de demanda y la necesidad de que dichas instituciones recurran a prácticas de racionamiento. Así, la efectividad de los tipos de interés formalmente pactados en las operaciones privilegiadas puede verse alterada por la exigencia de compensaciones por la vía de las operaciones ordinarias. De este modo, la reducción del coste para el prestatario y de la rentabilidad para el prestamista de las operacio-

nes en cuestión suele verse puesta, como diversos datos confirman, en tela de juicio.

Por otra parte, en la medida en que los mecanismos de subvención implícita incorporados en los coeficientes han funcionado efectivamente, se abren interrogantes adicionales. La subvención de los procesos de acumulación de capital encierra el peligro de conducir a ineficiencias en la asignación de unos recursos de ahorro escasos. El problema es mucho más general que el de los efectos de los coeficientes de inversión, pero éstos constituyen, en nuestro país, uno de los principales vehículos de instrumentación de dichas subvenciones.

Pueden aplicarse aquí todos los argumentos genéricos, en los que no es necesario entrar, que desaconsejan la subvención de los procesos de formación de capital, en la medida en que pueden conducir a la asignación de recursos a inversiones menos productivas de lo que cabría desear. En el caso español presente, con un grave problema de paro, debido, en una buena parte, a un desajuste estructural de los precios relativos del capital y del trabajo, el tema de las distorsiones derivadas de las subvenciones a la formación de capital merecería, además, ser tenido mucho más en cuenta de lo que lo ha sido hasta el presente.

Pero, además, aun otorgando una hipotética validez a la idea general de subvencionar la formación de capital, ocurre que los distintos coeficientes existentes, las diversas modalidades de activos computables en ellos y los diferentes grados de privilegio otorgados a cada clase de prestatarios no han respondido nunca a un esquema coherente de ideas o propósitos, sino que han sido el producto de una acumulación de decisiones independientes, adoptadas en momentos y por motivos distintos.

Esa incoherencia de partida ha adquirido, además, una nueva dimensión en los últimos años, al producirse fuertes movimientos en los tipos de interés libres y otros cambios en las condiciones generales en que han operado los mercados financieros. Las normas que regulaban los coeficientes no se han adaptado flexiblemente a esos cambios, por lo que las condiciones de privilegio efectivamente otorgadas se han visto sometidas a fuertes fluctuaciones, que sería imposible justificar desde ningún punto de vista racional.

Resumiendo las consideraciones anteriores, los coeficientes de inversión en instrumentos emitidos por el sector privado se caracterizan por conducir a situaciones muy oscuras, en las que caben bastantes dudas, tanto respecto al logro de los fines teóricamente perseguidos con los mismos, como respecto a la propia validez de éstos.

Los coeficientes de inversión tienen, en fin, repercusiones sobre el desarrollo y la instrumentación de la política monetaria.

Una de ellas es una consecuencia del gravamen que los coeficientes imponen a las instituciones bancarias. Ya he hablado antes de cómo éstas intentarán siempre trasladar dicho gravamen a sus acreedores y deudores, y de cómo, en condiciones de competencia atenuada y de escasa magnitud del citado gravamen, podrán lograr ese objetivo.

Sin embargo, en los últimos años, esas condiciones no siempre se han dado. El grado de competencia con que funcionan los mercados financieros ha tendido a crecer intensamente y el gravamen generado por los coeficientes de inversión ha registrado un aumento sustancial, pues la fuerte elevación de los tipos de interés nominales libres que se ha producido a lo largo de los últimos años no ha tenido su contrapartida en una paralela elevación de los tipos de interés aplicados a los activos afectados a los coeficientes de inversión.

Se ha potenciado, así, el desarrollo por las entidades bancarias de aquellas formas de captación de pasivo que no estaban sujetas, o lo estaban en menor medida, a coeficientes de inversión. Y, por otra parte, cuando las entidades bancarias han intentado proceder a una traslación de gravámenes por la vía antes citada, se ha generado un fuerte estímulo para que prestamistas y prestatarios intentaran casar directamente sus operaciones financieras, marginando a las instituciones bancarias, produciendo un proceso de desintermediación artificial, que nada tiene que ver con las condiciones de los mercados financieros.

Las posibilidades de evasión de los coeficientes siempre han existido en alguna medida, pero, en los últimos tiempos, el fenómeno se ha agudizado, ya que ha conducido al desarrollo de instrumentos no contemplados en la legislación bancaria y que, por tanto, no estaban sujetos a coeficientes. El caso más notable ha sido el de las letras y los pagarés endosados por entidades bancarias, que experimentaron un llamativo incremento hasta que se les incluyó en los coeficientes.

Hoy día, el fenómeno se está repitiendo, esta vez a través de los pagarés de empresa, a los que, incidentalmente, no cabe ya hacer extensivos los coeficientes, pues las entidades bancarias no aparecen formalmente vinculadas a esos instrumentos. Este caso es muy sintomático, pues ilustra, tanto el intento de las propias entidades bancarias de evadir los coeficientes, como el intento de prestamistas y prestatarios de evitar, mediante operaciones no intermediadas, los efectos del mayor nivel del margen de intermediación bancaria

que deriva de la propia existencia de los coeficientes de inversión obligatoria.

Los hechos hasta aquí expuestos, que se han visto estimulados, además, por otras razones de tipo fiscal, han conducido al desarrollo a ritmo muy vivo de una serie de instrumentos financieros que, siendo sustitutivos, a casi todos los efectos, de los depósitos bancarios, no formaban, en principio, parte de las magnitudes controladas por las autoridades, con lo que se planteaba el problema de la validez de una política monetaria orientada al control de unas magnitudes monetarias centradas básicamente en los depósitos bancarios tradicionales.

El problema tiene una solución aparentemente sencilla en la simple redefinición de dichas magnitudes, para incluir en ellas los nuevos instrumentos. Pero esto plantea muchas dificultades técnicas, en las que no puedo extenderme aquí. Por ello, la existencia de coeficientes de inversión obligatoria, en un contexto de tipos nominales de interés elevados y de creciente competencia en los mercados financieros, se ha traducido en unos márgenes no despreciables de incertidumbre en cuanto al control de la evolución de las magnitudes monetarias en las que se concentran los objetivos de la política monetaria.

La conclusión general que se deduce de todas estas observaciones es que el Banco de España ve con preocupación la existencia de unos coeficientes de inversión obligatoria tan elevados y tan variados como los hoy existentes. Su supresión inmediata sería, por supuesto, poco realista, dadas las complejas circunstancias que rodean la existencia de cada uno de ellos, pero opino que la paulatina eliminación de los coeficientes debe ser un objetivo importante, como también debe serlo, en tanto no se llega a esa meta, el racionalizar y homogeneizar la dispar estructura actual de dichos coeficientes.

Debemos, pues, congratularnos de las recientes medidas del gobierno tendentes a homogeneizar los coeficientes de bancos y cajas de ahorro y a reducir el nivel del coeficiente de pagarés del Tesoro, y confiar en que la aprobación de la nueva Ley sobre coeficientes no se convierta en un obstáculo a los objetivos que acabo de citar, sino que, por el contrario, provea a las autoridades del marco legal y de los instrumentos más adecuados para el logro de los mismos.

* * *

Dada la importancia que tienen para la recuperación de la economía, me voy a permitir terminar mi exposición con algunas consideraciones sobre los tipos de

interés reales, la rentabilidad de las inversiones y el capital de riesgo.

Los últimos años se han caracterizado por una apreciable elevación de los tipos de interés nominales en relación a las tasas corrientes de inflación, o, dicho de otro modo, por un aumento notable de los tipos de interés reales. La elevación y persistencia de altas cotas de inflación ha conducido en España, como en otros muchos países de nuestro entorno, a profundas transformaciones de los instrumentos y los mercados financieros, impidiendo la pervivencia de los bajos tipos de interés reales que habían dominado hasta hace muy pocos años. Los profundos cambios experimentados por el marco económico internacional y por la escena política nacional han venido a añadir presiones al alza sobre los tipos de interés, al incorporar a éstos las primas de riesgo asociadas a una mayor incertidumbre sobre el futuro. En consecuencia, los tipos de interés reales, medidos convencionalmente, es decir, deduciendo del tipo de interés nominal la tasa efectiva de inflación, han tendido a situarse entre el 4 % y el 6 % en todos los países industriales.

Como ya he expuesto, el Banco de España se ha esforzado, en cuanto lo permitían sus medios y sus compromisos respecto al logro de otros objetivos prioritarios, por moderar el alza de los tipos de interés reales. Y, de hecho, nuestros tipos de interés reales no son, en general, superiores a los de la mayor parte de los países industriales, medidos sobre activos financieros similares y teniendo en cuenta las expectativas de aumentos de precios.

Sin embargo, sería ilusorio pensar que las autoridades monetarias tienen en su mano lograr la reducción significativa y permanente de unos tipos de interés reales que vienen dictados por cambios fundamentales y, a juzgar por la evidencia, duraderos en las actitudes de todos los agentes económicos. A muy corto plazo, la única forma de asegurar una reducción de los tipos de interés nominales y reales sería instrumentar una aceleración del crecimiento de las magnitudes monetarias. Pero esos efectos se disiparían rápidamente, a través de una aceleración de la inflación, que elevaría los tipos nominales por encima de su nivel de partida y reconduciría los tipos de interés reales, por lo menos, a su nivel inicial.

La política, hoy seguida, de desacelerar paulatinamente la expansión monetaria y la tasa de inflación ha de llevarnos a tipos de interés nominales cada vez menores, pero no necesariamente a tipos de interés reales inferiores. Existe, sin embargo, una matización importante a esta última afirmación, en cuanto que una política monetaria comprometida, de modo firme y

continuado, a una desaceleración de la inflación ha de contribuir a reducir los elementos de incertidumbre y riesgo que pueden estar presionando transitoriamente al alza de los tipos de interés reales. Del mismo modo, un desarrollo adecuado de la instrumentación de la política monetaria y de la regulación de las instituciones financieras debería facilitar una evolución flexible de los tipos de interés nominales y su adaptación a las tasas corrientes de inflación, evitando o moderando desajustes transitorios de determinados tipos de interés reales, como los que hoy día se están dando con los tipos de determinadas modalidades de crédito bancario.

Con estas salvedades, me parece importante destacar el hecho de que, en el futuro próximo, vamos a seguir conociendo unos niveles de tipos de interés reales elevados en relación a los de un pasado no muy lejano, por más que, en cifras absolutas, no parece que vayan a alcanzar importes inusuales. Considero que el reconocimiento de este hecho es de capital importancia para el futuro, ya que indica que no cabe poner esperanzas injustificadas en una eventual reactivación de la inversión, centrada fundamentalmente en la reducción de los tipos de interés reales. Es de esperar, desde luego, que la reducción de los niveles anormalmente altos de determinados tipos de interés, en la que estamos comprometidos, aporte algo a esa reactivación, pero esa será siempre una contribución marginal.

Esto significa que, para el futuro, el énfasis debería recaer mucho más en la rentabilidad de los proyectos de inversión. Los tipos de interés vigentes y previsibles para el futuro inmediato están indicando claramente que los mercados financieros no están, en absoluto, predisuestos a la financiación de cualquier proyecto, como pudieron estarlo en el pasado, por dudosa que fuera su rentabilidad. Que ello sea así, en un país con una dotación insuficiente de recursos de capital y con un grave problema de empleo, ha de merecernos un juicio positivo, por más que a corto plazo el fenómeno se nos pueda antojar negativo.

La rentabilidad de los proyectos de inversión no es una variable que las autoridades puedan libremente controlar. Pero esto no significa que, desde la esfera pública, no quepa una contribución positiva para facilitar la puesta en marcha de un proceso de reactivación de la inversión privada, basado en esa premisa.

Una primera contribución reside en subrayar públicamente estos planteamientos, como estas palabras pretenden. Otra, mucho más importante, consistiría en centrar en este eje muchas de las inversiones de las administraciones públicas y, sobre todo, la actividad inversora de las empresas públicas. Con ello se esta-

rían sentando, además, las bases para un saneamiento auténtico de las cuentas públicas y atacando en su raíz una de las causas más importantes y profundas del déficit público. En fin, la rentabilidad de las inversiones privadas está condicionada por tal cúmulo de reglas y decisiones administrativas, que es casi seguro que una completa y juiciosa reevaluación de las mismas ha de dar margen para una aportación positiva de las autoridades a la mejora de las expectativas de rentabilidad de las inversiones privadas.

Los últimos estudios realizados por el Banco de España sobre la tasa de rentabilidad en la industria —un resumen de los cuales se publicó en nuestro *Boletín Económico* del pasado mes de diciembre— muestran cómo, tras su grave hundimiento desde 1973 hasta 1980, dicha tasa ha iniciado una significativa recuperación, si bien en 1984 aún no alcanzaba los niveles anteriores y mostraba muy fuertes disparidades en los distintos sectores, subsectores y empresas. Estos resultados se confirman por los datos obtenidos, procesados y presentados por nuestra *Central de Balances* para el período 1981-1983. No parece dudoso, por tanto, que hay que seguir alentando la rentabilidad de las empresas y de los proyectos de inversión, reduciendo los elementos de incertidumbre que la afectan, como único camino sólido para conseguir, finalmente, una recuperación de la formación de capital productivo.

El saneamiento de las empresas y la rentabilización de los nuevos proyectos de inversión son condiciones necesarias para el robustecimiento de la oferta de capital de riesgo, capital de riesgo encauzado hacia las empresas de dimensión media y grande, pero también dirigido a empresas de menor tamaño. La diferencia crucial de comportamiento entre la economía de Estados Unidos y las economías industriales europeas durante los últimos años consiste en que, entre 1970 y 1984, aquélla ha creado unos 15 millones de puestos de trabajo, mientras que, en las economías europeas, el empleo se ha mantenido estancado o en ligero retroceso en el conjunto del mismo período. Pues bien, una parte sustancial de la creación de puestos de trabajo en Estados Unidos ha tenido lugar en pequeñas industrias y en el sector de servicios. Estos son segmentos de la economía con alto grado de riesgo y de los que, sin embargo, también nosotros debemos esperar una contribución de la mayor importancia al proceso de recuperación y creación de empleo.

Termino, señores Diputados, mi intervención, manifestando mi firme convencimiento de que la actividad inversora se recuperará del largo y profundo bache de los últimos años, si acertamos a crear un marco en el que los empresarios tengan confianza en el futuro y

dispongan de los recursos financieros necesarios, prosiguiendo así por el camino ya iniciado de una mejora en la rentabilidad de la inversión y de una mayor comprensión de los problemas y riesgos empresariales.

Evolución monetaria

Introducción

En el transcurso de los dos primeros meses del ejercicio 1985, se ha acentuado el clima de distensión que caracterizaba la evolución de los mercados financieros interiores en el último trimestre del año 1984. Las magnitudes monetarias han evidenciado un mayor ritmo de crecimiento, y los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios para operaciones a un mes y tres meses han experimentado un ligero, pero constante, descenso. La expansión de los agregados monetarios ha servido para cubrir unas necesidades públicas de endeudamiento voluminosas –como corresponde a esta primera parte del año– y ha atendido un incremento de la financiación al sector privado situado en el entorno al 5 %-6 %, en tasa interanual –moderado, pero superior al experimentado en los meses centrales de 1984–.

La evolución de los mercados financieros internos ha contrastado con las turbulencias que han afectado a los mercados internacionales. A lo largo del mes de febrero, se ha producido un intenso movimiento alcista del dólar, motivado por una preferencia generalizada por esta divisa –fruto de la percepción de las condiciones fundamentales de su economía por parte de los operadores en el mercado de cambios–, acentuada, en este mes, por la subida experimentada en los tipos de interés negociados en los mercados monetarios estadounidenses. Los países europeos han respondido a este movimiento alcista del dólar elevando los tipos de interés y vendiendo, en determinados momentos, cantidades muy voluminosas de dólares en los mercados cambiarios.

El Banco de España ha intervenido en actitud compradora en los mercados de cambios tratando de controlar la depreciación de la peseta frente al conjunto de los países desarrollados. La peseta ha mantenido su valor medio ponderado con respecto a las monedas del Mercado Común, mostrando una fortaleza menor que la manifestada en el ejercicio 1984, como resultado de la pérdida de impulso de las exportaciones, de la mayor pujanza de las importaciones y de la laxitud relativa de los mercados financieros internos, que está generando un movimiento de amortización anticipada de préstamos contraídos en divisas e impulsando, en consecuencia, un avance moderado del crédito interno.

Los mercados financieros internacionales

Como ya se ha comentado, la nota más significativa de la evolución de los mercados financieros in-

ternacionales, durante el mes de febrero, ha sido la acentuación de la fortaleza del dólar USA. Su apreciación fue continua, generalizada y de notable intensidad, como refleja el cuadro 1, en el que los porcentajes de apreciación sobre los valores medios del mes de enero se sitúan por encima del 3% respecto a todas las divisas significativas, a excepción del yen japonés. Esta evolución hace que la divisa estadounidense se haya apreciado entre un 5% y un 9%, a lo largo de 1985, en relación a las monedas elegidas en la muestra.

Como siempre que se intenta buscar las causas a las que obedece la elevación en la cotización del dólar USA, iniciada a mediados de 1980, se encuentran fuerzas de influencia contrapuesta. Pero quizás pueda afirmarse que el denominador común que se halla detrás de todos estos movimientos alcistas sea la receptividad que muestran los mercados cambiarios internacionales a los resultados que la economía americana está registrando en términos del crecimiento del PIB, de la tasa de inflación y de niveles de paro, que se traducen inmediatamente en elevaciones de la cotización de su divisa.

En este mes, esta tendencia subyacente se ha visto potenciada por la subida de los tipos de interés norteamericanos a corto plazo, que han recuperado el

descenso registrado por los mismos en el mes de enero, impulsados por la firme actitud de la Reserva Federal, que ha hecho más restrictiva la oferta de liquidez.

Ante esta escalada del dólar, las autoridades monetarias europeas han elevado sus tipos de interés y han intervenido coordinadamente en los mercados de cambios, vendiendo dólares en los momentos de mayor presión alcista de la moneda estadounidense.

A cambio, los países europeos están beneficiándose de una estabilidad sin precedentes en el Sistema Monetario Europeo, desde su implantación en abril de 1979, ya que el último reajuste de paridades se llevó a cabo en el mes de marzo de 1983. Esta estabilidad se debe tanto a la fortaleza del dólar, en detrimento de la inversión en activos denominados en marcos alemanes, como al hecho de que está produciéndose una mayor convergencia de las políticas económicas de los países integrantes, que evita, de este modo, tensiones en la cotización conjunta de sus monedas.

Los agregados monetarios

Los agregados monetarios han acusado una fuerte

1. Cotización al contado de las principales monedas

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

	Dólar USA			Peseta		
	FEB 1985			FEB 1985		
	Tipo de cambio	% s/ ENE de 1985	% s/ DIC de 1984	Tipo de cambio	% s/ ENE de 1985	% s/ DIC de 1984
1	2	3	4	5	6	
Peseta/Dólar USA (a)	181,86	3,86	5,92	181,86	-3,72	-5,59
Franco francés	10,06	3,80	6,04	18,07	-0,07	0,12
Libra esterlina (b)	1,10	3,02	8,50	199,28	-0,78	2,48
Franco suizo	2,80	5,30	9,41	65,02	1,39	3,31
Marco alemán	3,29	3,96	6,30	55,23	0,10	0,36
Yen japonés (c)	260,34	2,52	5,15	69,85	-1,29	-0,72
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO						
NOMINAL (d):						
Mundo	...	...	...	55,59	-1,96	-2,67
Países desarrollados	...	...	...	70,84	-0,71	-0,56
CEE	...	...	...	84,29	0,01	0,66

(a) Las columnas 1 a 3 recogen la apreciación (+) o depreciación (-) del dólar USA frente a la peseta; las columnas 4 a 6, 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 importaciones y exportaciones), durante el periodo 1979-81. 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 medio de la peseta en 1980, frente a cada una de las monedas de los países incluidos.

expansión a lo largo del mes de febrero. Los ritmos de avance de las disponibilidades líquidas (M_3) y de los activos líquidos en manos del público (ALP) se han situado en un 12,7 % y en un 23 %, respectivamente, en términos de T_1^1 . Esta evolución, que contrasta con la desaceleración registrada en el mes de enero, sitúa el crecimiento de M_3 y ALP para los dos primeros meses del año, en un 9 % y un 15,5 %, respectivamente.

Este ritmo de crecimiento de las magnitudes monetarias contiene elementos irregulares que conviene destacar. En primer lugar, durante los meses de enero y febrero, se ha producido un conjunto de trasvases derivados de la recaudación y posterior liquidación de impuestos correspondientes al cuarto trimestre de 1984. Durante el mes de enero, los bancos y cajas habían dado de baja depósitos de particulares para abonar las cuentas de recaudación. En el transcurso del mes de febrero, se han liquidado estas cuentas, abonándose los saldos al Tesoro. Estos movimientos, que han alterado las pautas de avance de los pasivos de bancos y cajas, no vienen suficientemente recogidos en los correspondientes factores de estacionalidad, al ser un fenómeno relativamente reciente, y, en consecuencia, las tasas representativas del crecimiento de los agregados en el mes de enero están subvaloradas, y las correspondientes a febrero, sobrevaloradas. Por ello, parece más adecuada la utilización de tasas T_1^3 , que sitúan el avance de M_3 y ALP en un 11 % y un 16,8 %, respectivamente, o el uso de tasas de crecimiento sobre diciembre, que localizan el ritmo de expansión de las magnitudes en el 9,0 % y el 15,5 %, respectivamente.

También hay que constatar que los meses de cierre y apertura de año son períodos tradicionalmente afectados por fuertes irregularidades que tornan es-

2. Agregados monetarios \emptyset

	1984		1985	
	IV TR	ENE	FEB	
	T^1	T^1	T^1	
ALP	13,2	8,9	23,0	
M_3	11,8	5,7	12,7	
Otros activos líquidos en manos del público	28,1	46,0	177,5	
Aportación al crecimiento de ALP				
M_3	10,8	5,2	12	
Otros activos líquidos en manos del público	2,4	3,7	11	

pecialmente difícil la apreciación de los movimientos subyacentes de aceleración del avance del sistema crediticio.

Asimismo, debe tenerse en cuenta el fuerte trasvase que está produciéndose desde imposiciones ordinarias a plazo hacia pagarés bancarios, que se emiten a descuento y se registran por el nominal, al contrario que las imposiciones normales que aparecen contabilizadas por el efectivo. Se ha estimado que la consideración de este efecto contable reduciría el ritmo de avance interanual de los agregados en un punto porcentual, aproximadamente.

Pero cabe resaltar, en sentido contrario, que, en el transcurso de este período, se ha observado una intensa emisión de pagarés de empresa que ha tenido que impulsar a la baja la demanda de posiciones líquidas recogidas en el agregado «activos líquidos del público».

Este conjunto heterogéneo de factores económicos y contables hace enormemente dificultosa la valoración del alcance de la aceleración registrada. El hecho de que el crédito interno no haya reflejado tasas de crecimiento importantes, en cifras todavía provisionales, y el descenso que vienen manifestando los tipos pasivos del sistema bancario y las rentabilidades negociadas para las inversiones financieras en los mercados de valores llevan a pensar que el movimiento responde a alteraciones de la demanda de activos líquidos, más que a presiones acusadas en el mercado de fondos prestables.

A lo largo del período comentado, se ha registrado, asimismo, un aumento del diferencial entre las tasas de avance de ALP y M_3 . Esta diferencia, que durante el mes de enero se situaba en el entorno de 4 puntos porcentuales, ha alcanzado los 10 puntos, en febrero, siempre a favor de los ALP. Las causas de este proceso continúan siendo las mismas que las comentadas en el último *Boletín Económico*, y no son más que los elevados ritmos de generación de otros recursos distintos de los depósitos por parte de la banca privada y de las cajas de ahorro, reforzadas, en esta ocasión, por un fuerte crecimiento del volumen de pagarés del Tesoro en manos del público, que puede situarse en una cifra no inferior a los 78 m.m.

El crédito interno

Con las cifras provisionales disponibles hasta la fecha, la financiación concedida en los dos primeros meses del año por el sistema crediticio y los mercados monetarios a los sectores público y privado re-

gistra una expansión situada en torno al 10 %. Como ya se ha comentado, este ritmo de avance más bien mediano ha influido en escasa medida en la aceleración experimentada por los ALP, y ha ayudado a mantener relativamente ordenados, los mercados cambiarios de la peseta. En el período analizado, el impacto más novedoso sobre la expansión de los ALP ha venido determinado por la aportación de «otros factores» no sectorizados ni en el crédito interno ni el sector exterior. La aparición de estos factores residuales conecta directamente con las peculiaridades contables y con los factores irregulares anteriormente analizados, y expresa la oscuridad e incertidumbre dentro de las que el análisis monetario tiene que moverse hasta que se cuente con nueva información proveniente de los balances bancarios, registro de caja y otros estados contables.

Se estima que la financiación recibida por el sector público ha crecido, a lo largo de estos dos meses, a un ritmo anual del 20 %, aproximadamente. En el mes de febrero, la financiación neta recibida por las administraciones públicas, a través de las subastas de pagarés del Tesoro realizadas en el mes, alcanzó 181,9 m.m. Estas emisiones, unidas al abono de los impuestos trimestrales, superaron holgadamente el conjunto de pagos liquidados durante el mes, de manera que el recurso al Banco de España se redujo en 383 m.m.

Se estima, asimismo, que, en los dos primeros meses del año, la financiación concedida al sector privado ha registrado un ritmo de crecimiento anual situado en la proximidad del 5 %.

Para el mes de febrero, las cifras provisionales utilizadas muestran que los recursos puestos a disposición de las empresas y familias por el sistema crediticio y los mercados monetarios han experimentado una expansión prácticamente nula en cifras originales. Una vez desestacionalizados y corregidos de los efectos de valoración por los saldos concedidos en moneda extranjera, este estancamiento se transforma en unas tasas de crecimiento en torno al 4 %-5 % en términos de T_1^1 . En consecuencia, el avance de la financiación al sector privado, a pesar de situarse en valores positivos, registra una desaceleración respecto a los ritmos de expansión que presentaba en los últimos meses de 1984.

Los indicadores de demanda de crédito recibida por el sistema bancario dan muestras de que ésta se ha estabilizado en los ritmos actuales de crecimiento, pese a la mejora registrada en las condiciones de coste y disponibilidad de fondos para el sector privado. En este sentido, hay que destacar que continúa el lento proceso de descenso de los tipos de interés

libres declarados por los bancos y las cajas, y que persiste la tendencia hacia la aminoración del racionamiento aplicado por el sistema bancario a la clientela privada.

Esta mejoría y las condiciones de estabilidad de la peseta en los mercados cambiarios están alentando un proceso de amortización anticipada de créditos exteriores. Este movimiento, sin embargo, no ha impulsado, hasta el momento, una expansión más viva de la financiación dispuesta en los mercados interiores de fondos prestables. No obstante, al parecer, sí ha determinado un incremento significativo en los márgenes de crédito disponibles y no utilizados, y un mayor ritmo de crecimiento en el segmento de grandes créditos sindicados.

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

En el mes de febrero, el índice de tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a las monedas que se cotizan en España muestra una depreciación del 0,7 %, en términos medios mensuales. La depreciación acumulada a lo largo de los dos primeros meses del año, frente a la misma agrupación de países, se sitúa en un 0,6 %, como consecuencia de la leve apreciación experimentada en el mes de enero. Estos porcentajes señalan el cambio de signo que ha registrado la cotización de nuestra divisa a lo largo del mes, y dan sentido a la intervención vendedora neta del Banco de España en el mercado de divisas, que se ha traducido en una pérdida de reservas exteriores cercana a los 250 millones de dólares. Dicha intervención, que tuvo como resultado el mantenimiento del valor medio ponderado de la peseta frente a la CEE respecto a los valores alcanzados en el mes de enero, atenuó la presión a la baja de nuestra moneda, derivada de la fortaleza del dólar y de la mayor laxitud relativa de los mercados financieros internos.

Por lo que respecta al tipo de cambio efectivo real, medido por los precios al consumo, las estimaciones disponibles muestran que, en febrero, la peseta se ha depreciado en un 0,5 % frente a los países desarrollados, y que, por el contrario, se ha apreciado frente a los países de la CEE por un valor estimado del 0,2 %.

A lo largo del mes de febrero, los mercados monetarios interiores han mostrado una evolución distendida y opuesta a las tendencias que se evidenciaron en los mercados financieros internacionales. Los ac-

3. Excedente de caja legal \emptyset

Porcentajes

	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
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
FEB	0,035	0,046	0,021
1. ^a dec.	0,034	0,043	0,025
2. ^a dec.	0,040	0,051	0,017
3. ^a dec.	0,032	0,043	0,021

de sus pasivos computables. Los activos excedentes se situaron en niveles «normales», localizados en el entorno del 0,035 %, habiendo desaparecido los incrementos transitorios registrados en la última decena del mes de enero. Los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios se deslizaron suavemente a la baja, alcanzando valores medios del 12,1 %, para las operaciones día a día, y del 12,2 % para los plazos de un mes y tres meses. Y en esta misma tónica de distensión ha discurrido la primera quincena del mes de marzo.

El Tesoro ha colocado cantidades muy notables de pagarés, básicamente en el tramo de dieciocho meses, de manera que ha cubierto una parte muy considerable de su programa anual de endeudamiento. A partir de esta fecha, si se ciñe a las magnitudes presupuestadas, su labor emisora va a consistir, fundamentalmente, en renovar los vencimientos que se produzcan hasta finales del año 1985.

25-III-1985.

tivos líquidos computables en el coeficiente de caja registraron un aumento del 15 %, medido por la tasa intermensual de la serie corregida y desestacionalizada. El Banco de España suministró la liquidez que se le demandaba en la subasta de préstamos de regulación, primeramente, a un tipo del 12,50 %, y, a partir de la mitad del mes de febrero, del 12,25 %. Por tanto, los bancos y las cajas no tuvieron restricción alguna de oferta, a dichos tipos de interés, y mantuvieron una demanda acorde con la expansión

4. Tipos de mercado monetario \emptyset

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							
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
1985							
ENE	11,35	12,50	11,89	12,19	12,25	10,76	11,88
FEB	12,12	12,36	12,45	12,09	12,10	—	11,75
1. ^a dec.	12,21	12,50	12,67	12,20	12,21	—	11,75
2. ^a dec.	12,10	12,34	12,34	12,09	12,16	—	11,75
3. ^a dec.	12,04	12,25	12,34	11,96	11,90	—	11,75
MAR							
1. ^a dec.	12,01	12,25	12,25	11,91	11,97	—	11,63

Empleo y paro en 1984

Según la encuesta de población activa (ver cuadro 1), durante 1984 el empleo total de la economía (1) se redujo en 301.000 personas y el paro aumentó en 318.000, situándose en 2.869.000, cifra equivalente al 21,7 % de la población activa.

Este comportamiento del empleo durante 1984 parece indicar que se ha producido un cambio en la tendencia registrada desde 1980, caracterizada por una pérdida cada vez menor de puestos de trabajo. En efecto (ver cuadro 2), desde 1980 hasta 1982, la evolución del empleo del sector privado fue cada vez menos negativa, como resultado de una desaceleración apreciable en la pérdida de puestos de trabajo asalariado. En 1982, a esto se unió una intensa generación de empleo por parte del sector público, y el resultado fue una acusada desaceleración en el descenso de la ocupación y en el número de asalariados totales, que hicieron que el año fuera relativamente bueno en lo que se refiere al deterioro del mercado de trabajo (la ocupación total descendió sólo en 69.000 personas, frente a 440.000 en que lo había hecho en 1980). Pero en 1983 esta situación cambió. En este año, continuó la intensa generación de empleo por parte del sector público, pero la pérdida de puestos de trabajo en el sector privado se aceleró nuevamente, sobre todo en los asalariados. Como consecuencia, la reducción en la ocupación total de la economía no fue sustancialmente diferente de la del año anterior (en miles de personas, 89.000 frente a 69.000, en 1982; y en porcentaje, -0,9 % frente a -1,2 %), pero este resultado ocultaba que la ocupación y los asalariados privados habían vuelto a acelerar sus ritmos de descenso. Durante 1984, el sector público ha reducido su ritmo de generación de puestos de trabajo, y esto ha hecho que se refleje en el empleo y en los asalariados totales el cambio de tendencia que ya se había iniciado durante el año anterior en la ocupación y en los asalariados del sector privado.

(1) Durante el año considerado, se ha producido un cambio de criterio en el tratamiento dado por la EPA a los trabajadores eventuales agrarios de Andalucía y Extremadura. Estos trabajadores, que antes estaban acogidos a los Fondos de Empleo Comunitario, se consideraban con anterioridad ocupados estrictos, dado que trabajaban más de un tercio de las jornadas normales, y ahora se contabilizan entre los parados, al haber pasado a ser beneficiarios del Régimen Especial Agrario de la Seguridad Social. En el texto, están corregidos todos los datos del problema estadístico derivado de este cambio de criterio, estimándose que la caída del empleo y el aumento del paro que se debe al mismo es de 118.000 personas, situadas, en su totalidad, en los asalariados del sector público y distribuidas en 12.000 en la agricultura, 66.000 en la construcción, 25.000 en los servicios y 15.000 en las AAPP.

1. Evolución de la población activa (a)

	Cifras absolutas 1984	Variaciones (miles de personas)				
		1980	1981	1982	1983	1984 (b)
Población mayor 16 años	27.709	281	244	350	283	311
Población activa	13.228	- 67	59	182	109	18
<i>Ocupados</i>	10.270	-442	-289	-69	-88	-301
<i>Activos marginales</i>	89	- 10	- 20	4	- 2	1
<i>Parados</i>	2.869	385	368	247	199	318
Inactivos y servicio militar	14.481	348	185	162	174	293

(a) Cifras relativas al IV trimestre de cada año.

(b) Corregido de empleo comunitario.

2. Evolución del empleo

	Variaciones (miles de personas) (a)					% de crecimiento					
	Cifras absolutas IV TR	1980	1981	1982	1983	1984 (b)	1980	1981	1982	1983	1984 (b)
1. Asalariados sector privado	5.380	-392	-184	-129	-255	-299	-5,0	-4,4	-2,2	-3,5	-5,1
Agricultura	467	- 43	- 36	7	- 30	- 19	-9,0	-6,8	-2,1	-1,0	-7,7
Sector no agrarios	4.913	-349	-148	-136	-225	-280	-4,6	-4,2	-2,2	-3,7	-4,8
2. No asalariados	3.190	-106	-109	- 44	38	- 45	-2,5	-2,7	-2,4	0,4	0,1
Agricultura	1.326	-110	- 95	- 16	- 6	- 56	-6,0	-5,9	-3,6	-0,2	-2,8
Sector no agrarios	1.864	4	- 14	- 28	44	11	0,5	-0,1	-1,4	0,9	2,3
3. Ocupados sector privado (3=1+2)	8.570	-498	-293	-173	-217	-344	-4,1	-3,8	-2,2	-2,2	-3,2
Agricultura	1.793	-153	-131	- 9	- 36	- 75	-6,8	-6,2	-3,2	-0,4	-4,1
Sector no agrarios	6.777	-345	-162	-164	-181	-269	-3,4	-3,2	-2,0	-2,6	-3,0
4. Asalariados sector público	1.700	56	4	104	129	43	3,5	1,7	5,1	6,0	5,1
Agricultura	35	2	10	11	- 5	7	-5,2	27,9	24,1	6,9	12,5
Sector no agrarios (excepto AAPP)	536	9	- 2	44	84	7	2,3	0,6	4,7	12,1	8,3
Servicios de las AAPP	1.129	45	- 4	49	50	29	4,2	1,7	4,6	3,1	3,1
5. Total ocupados (5=3+4)	10.270	-442	-289	- 69	- 88	-301	-3,2	-3,1	-1,2	-0,9	-1,9
Agricultura	1.828	-151	-121	2	- 40	- 68	-6,8	-5,8	-2,8	-0,4	-3,7
Sector no agrarios (excepto AAPP)	7.313	-336	-164	-120	- 98	-262	-3,1	-3,0	-1,6	-1,6	-2,1
Servicios de las AAPP	1.129	45	- 4	49	50	29	4,2	1,7	4,6	3,1	3,1
6. Total asalariados (6=1+4)	7.080	-336	-180	- 25	-126	-256	-3,5	-3,2	-0,7	-1,5	-2,7
Agricultura	502	- 41	- 26	18	- 35	- 12	-8,8	-5,4	-0,4	-0,7	-6,3
Sector no agrarios (excepto AAPP)	5.449	-340	-150	- 92	-141	-273	-4,1	-3,8	-1,6	-2,4	-3,4
Servicios de las AAPP	1.129	45	- 4	49	50	29	4,2	1,7	4,6	3,1	3,1

Fuente: EPA.

(a) Las variaciones están referidas al cuarto trimestre de cada año.

(b) Corregido de empleo comunitario.

El empleo agrícola, cuyo ritmo de descenso en 1984 se ha aproximado al que históricamente ha venido registrando el sector (3,7 % en 1984 frente a 4,0 % de media en el período 1960 a 1981), ha contribuido con un 23 % a la reducción de la ocupación durante el año. A lo largo de mucho tiempo, el envejecimiento que la población del campo había sufrido, como consecuencia de las intensas emigraciones a la

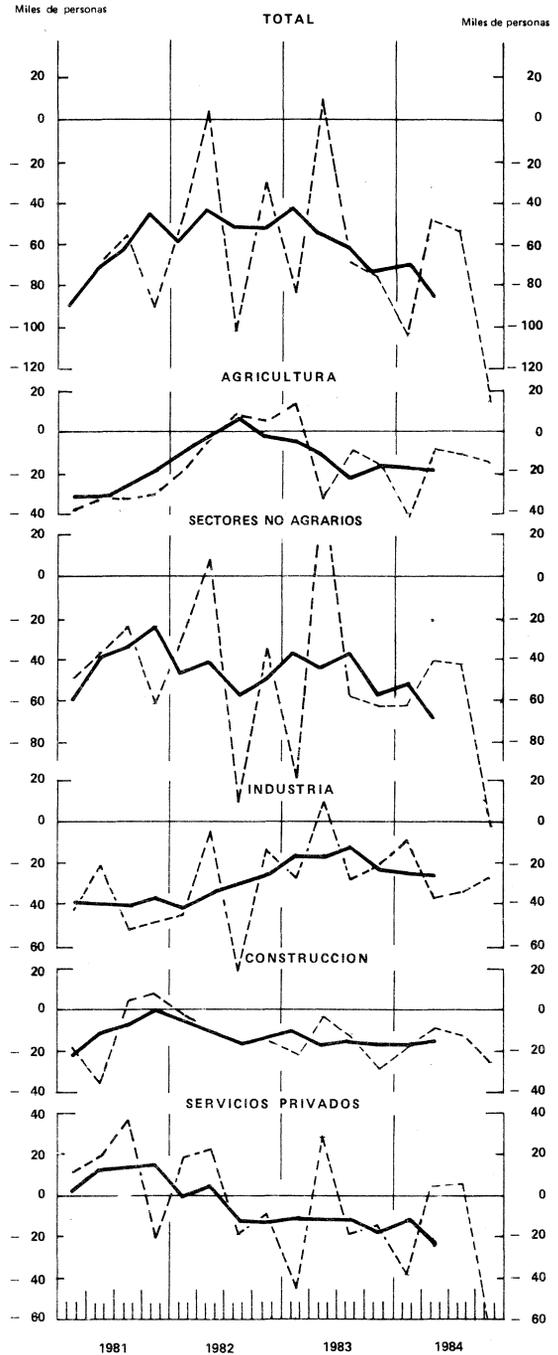
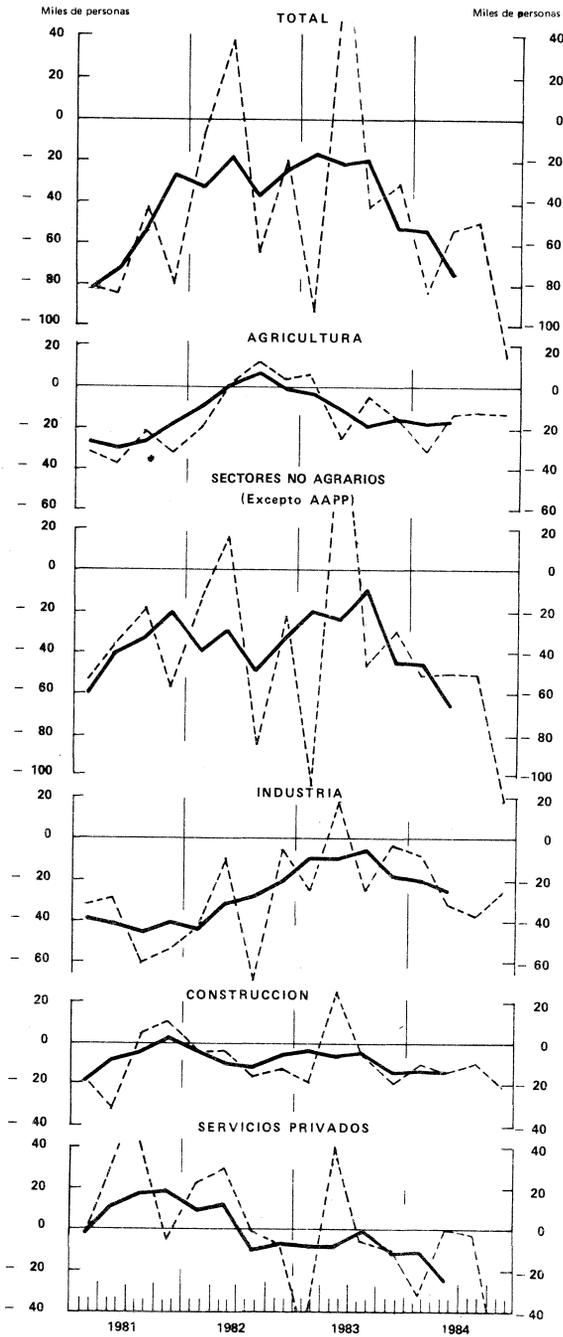
ciudad en los años del desarrollo, hizo que el descenso del empleo del sector primario se debiera más a las salidas de la actividad de las capas de más edad, que a las transferencias de mano de obra a otros sectores de la economía, que la situación general no facilitaba. Estos descensos corrigieron, en parte, el envejecimiento mencionado de la población, de modo que, si bien en los últimos años sub-

1. Evolución del empleo

(Variaciones en miles de personas)

OCUPADOS*

OCUPADOS SECTOR PRIVADO



Fuente: I.N.E. ——— MEDIA MOVIL DE CUATRO TRIMESTRES.

- - - - - SERIE DESESTACIONALIZADA

(*) Corregido de empleo comunitario.

sistieron las dificultades para transferir empleo a la industria, a la construcción y a los servicios, el descenso del empleo de la agricultura se desaceleró hasta el punto de arrojar un modesto crecimiento durante 1983, en valores absolutos. Sin embargo, en la agricultura española sigue existiendo un fuerte exceso de mano de obra en relación a lo que ocurre en otros países desarrollados (la ocupación agrícola supone el 18 % de la del total de la economía, mientras que en la media de la CEE este porcentaje no llega al 8 %), y este es un factor que presiona para reducir el empleo agrícola y que ha debido de tener peso en el pasado año, a pesar de las buenas cosechas.

La ocupación de los sectores privados no agrarios, excluidas las AAPP (ver cuadro 3), se redujo durante 1984 en 262.000 personas (-2,1%), lo que, si se compara con las 98.000 (-1,6%) en que lo hizo durante el año anterior, supone que se ha producido

una fuerte aceleración en el ritmo de descenso. Este empeoramiento del empleo no puede ser imputado por sí solo al comportamiento del de la industria, de la construcción o de los servicios, pues todos estos sectores han contribuido al mismo, de forma no sustancialmente distinta. La evolución del empleo industrial es más negativa en número de personas (descenso de 105.000 en 1984, frente a 37.000 en 1983) que en tasas de crecimiento (-2,6 % frente a -2,4 %, respectivamente), como consecuencia de que el descenso en porcentaje durante 1984 recoge en una parte la menor caída de la ocupación en 1983 (el dato del cuarto trimestre de este último año no difiere sustancialmente de la media anual del mismo, al contrario de lo que ocurre en 1984, lo que determinará para 1985 un comportamiento más negativo en porcentaje que en variaciones absolutas). Este descenso más intenso del empleo industrial tiene su origen, por una parte, en las industrias de consumo

3. El empleo de los sectores no agrarios (excepto AAPP)

	Cifras abso lutas 1984 IV TR	Variaciones (miles de personas) (a)					Tasas de crecimiento (b)				
		1980	1981	1982	1983	1984 (c)	1980	1981	1982	1983	1984 (c)
Sectores privados no agrarios	7.313	-337	-162	-121	-98	-262	-3,1	-3,0	-1,6	-1,6	-2,1
Industria	2.606	-113	-173	-127	-37	-105	-3,6	-4,4	-5,6	-2,4	-2,6
Energía y agua	142	12	-9	7	-3	-3	1,6	-0,7	-0,4	1,4	-0,1
Minería no energética y química	337	-17	-5	-32	1	-32	-4,2	-3,3	-5,5	-1,8	-4,6
<i>Minería metálica</i>	11	-3	2	-1	-4	1	-11,4	-7,8	20,9	-25,7	11,1
<i>Minería no metálica</i>	22	2	2	-3	-2	-3	-13,7	17,0	-10,2	1,4	-8,6
<i>Material de construcción</i>	146	-15	-14	-10	-6	-19	-0,4	-10,4	-4,9	-3,7	-8,9
<i>Químicas</i>	158	-1	5	-18	13	-11	-6,3	2,5	-7,2	2,0	-0,5
Transformación de metales	871	-17	-76	-28	2	-18	-1,1	-4,0	-6,9	-1,0	-1,5
<i>Siderurgia</i>	79	-7	6	-4	-6	2	-7,4	3,5	-3,7	-5,3	-1,7
<i>Industrias mecánicas</i>	392	7	-49	-6	5	-20	1,5	-4,6	-5,9	-0,1	-4,1
<i>Maquinaria y material eléctrico</i>	156	-15	-14	-16	-5	12	-7,5	-5,7	-14,0	-2,4	3,8
<i>Material de transporte</i>	244	-2	-19	-2	8	-12	1,3	-4,1	-4,8	-0,3	-0,1
Otras industrias	1.256	-91	-83	-74	-37	-52	-5,6	-5,3	-5,2	-3,8	-3,0
<i>Alimentación</i>	362	-37	-4	-19	10	1	-7,5	-2,5	-3,5	-0,8	1,0
<i>Textil y calzado</i>	431	-48	-50	3	-29	-42	-7,7	-7,8	-2,8	-2,3	-8,4
<i>Madera y otros</i>	463	-6	-29	-58	-18	-11	-2,0	-4,7	-8,5	-7,5	-0,5
Construcción	763	-88	-34	-36	-27	-54	-6,9	-7,6	-1,5	-2,9	-5,0
Servicios privados	3.944	-136	43	42	-34	-103	-1,6	-0,7	1,3	-0,8	-1,2
Comercio y hostelería	1.873	-57	14	-29	-4	-45	-1,7	-0,3	-0,5	-2,1	-0,6
<i>Comercio</i>	1.408	-33	-22	-27	-6	-48	-1,1	-1,1	-1,9	-1,8	-1,9
<i>Hostelería</i>	465	-24	36	-2	2	3	-3,7	2,3	4,2	-2,9	3,7
Transportes y comunicaciones	604	-14	-12	-3	-30	13	2,5	-2,9	0,3	-4,7	0,8
<i>Transportes</i>	501	-15	-17	-11	-22	9	2,2	-3,1	-2,0	-5,2	1,1
<i>Comunicaciones</i>	103	1	5	8	-8	4	4,2	-1,7	13,5	-2,7	-1,1
Servicios financieros	247	-9	0	16	-10	-11	-0,6	-4,4	4,4	2,5	-5,1
Otros servicios privados	1.220	-56	41	58	10	-60	-3,8	0,6	4,2	2,4	-2,3

Fuente: INE.

- (a) Cifras relativas al trimestre de cada año.
(b) Tasas de crecimiento de las medias anuales.
(c) Corregido de empleo comunitario.

(textil, calzado, madera y otras), que fueron las principales causantes de la reducción de la ocupación industrial durante 1983 y que durante el año comentado intensificaron su ritmo de caída, y, por otra, en las industrias tradicionales, sometidas todas ellas a un cierto grado de reestructuración (mecánicas, material de transporte, químicas, minería), que explican más de la mitad de la caída del empleo del sector en 1984. Las dificultades por las que ha atravesado la construcción durante el año han determinado que su empleo se haya reducido más que el año anterior, tanto en valores absolutos (54.000 frente a 27.000), como en porcentaje (-5,0 % frente a -2,9 %). Los servicios, por su parte, redujeron su ocupación en 103.000 personas (-1,2 %) frente a 34.000 (-0,8 %) en 1983, reducción que se concentra en el comercio (48.000) y en otros servicios privados (60.000), epígrafe heterogéneo que comprende el 30 % de la ocupación del sector.

Esta reducción del empleo no agrario, excluido el de las AAPP, ha sido más intensa en la segunda parte del año (descenso de 171.000 personas) que en la primera (91.000). Ello ha sido debido a una caída más intensa del empleo industrial en los últimos seis meses, a una mayor reducción por razones estacionales del empleo en la construcción y a un acusado deterioro del empleo de los servicios privados. El descenso del empleo no agrario ha adquirido especial importancia en el último trimestre, período en el que se concentra el 50 % de la reducción de la ocupación durante el año. En este trimestre, el 56 % de la caída del empleo ha sido debido al comportamiento del comercio, de la hostelería y de los otros servicios privados; el 30 %, a la evolución de la ocupación en la construcción, y el 10 %, a la de las industrias más ligadas al consumo, como alimentación, textil, madera, calzado y otras.

La evolución del empleo de los servicios de las AAPP durante 1984 resulta difícil de comentar, ya que en este renglón se sitúa una parte del problema estadístico derivado del cambio de tratamiento dado por la EPA a los trabajadores antes acogidos al em-

pleo comunitario. Efectuando una corrección basada en que en el trimestre en el que se produjo el cambio de criterio estadístico las AAPP no generaron ningún empleo (lo que daría una corrección de 15.000 personas), la tasa de crecimiento para el conjunto del año sería idéntica a la de 1983 (3,1 %). Pero este porcentaje, por el supuesto adoptado, debe considerarse como mínimo, y si la corrección hubiera sido de 20.000 personas en vez de 15.000, la tasa de crecimiento del empleo de las AAPP sería cerca de medio punto más elevada.

La mayor caída del empleo ha hecho que la productividad por persona de la economía (ver cuadro 4) pasara de un aumento del 3,1 % en 1983 al 4,2 % en 1984, cifra sensiblemente superior a la registrada como media en los cinco años anteriores. Este aumento del crecimiento de la productividad tiene su origen, fundamentalmente, en la agricultura, sector en el que han coexistido un fuerte crecimiento del valor añadido y una intensa reducción del empleo, pues la de los sectores no agrarios refleja un porcentaje similar al del año anterior, como consecuencia de que la mayor caída del empleo se ha visto compensada, en gran parte, por el menor crecimiento del PIB no agrícola. El proceso de destrucción de empleo en la industria, unido al crecimiento de su valor añadido, sigue determinando unos intensos crecimientos en la productividad del sector, aunque este ha sido, en el pasado año, menos intenso que en 1983 (4,7 % frente a 5,5 % en el año anterior).

Durante 1984, al contrario de lo que ocurriera en el año anterior, el aumento del paro ha sido similar a la caída del empleo, porque se ha producido un crecimiento muy moderado de la población activa. Después de unos años en los que la caída del empleo se vio compensada, en parte, por el descenso de la población activa, desde 1980 esta última pasó a crecer ininterrumpidamente, convirtiéndose, durante 1982 y 1983, en el factor más importante de crecimiento del paro. La razón de este comportamiento residía en que, antes de 1980, el descenso de la población activa provocado por la caída de la tasa de actividad de

4. Evolución de la productividad

	Media 1979 a 1983	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Total	3,1	2,5	4,9	2,6	2,4	3,1	4,2
Agricultura	4,2	2,3	16,8	-5,4	4,2	4,4	14,2
Sectores no agrarios	2,6	1,7	3,1	3,2	2,1	3,1	3,2
Industria	4,5	2,8	4,1	4,6	5,3	5,5	4,7
Construcción	3,5	2,0	5,3	6,2	2,6	1,4	1,6
Servicios	1,2	0,7	1,7	1,5	0,1	2,0	2,4

la población en edad laboral era mayor que el incremento derivado del aumento de dicha población y de su cambio interno a favor de los intervalos de población con mayor actividad. A partir de 1981, la tasa de actividad ha amortiguado su caída, porque los jóvenes de 20 a 24 años y las mujeres de 25 a 54 pasaron a incorporarse en mayor porcentaje al mercado de trabajo, aumentando sus tasas de actividad, y compensando, en parte, las caídas que se han seguido produciendo en las tasas de actividad de los jóvenes de 16 a 19 años y de los adultos de más de 55. Ello determinó que el descenso de la tasa de actividad global de la población (entre 1980 y 1983, sólo se redujo en tres décimas) ya no fuera suficiente para compensar los efectos derivados del crecimiento de la población en edad laboral, traduciéndose en aumentos de la población activa de 182.000 personas en 1982 y 109.000 en 1983.

En 1984 (cuadro 5), parece haber cambiado de nuevo la situación. La tasa de actividad global se ha reducido de nuevo en medio punto, de modo que la población activa sólo ha crecido en 18.000 personas. En esa reducción ha influido decisivamente el fuerte crecimiento de la población en edad laboral de más de 55 años (231.000 personas, lo que supone el 74 % del aumento de la población mayor de 16 años, durante 1984), cuya tasa de actividad es considerablemente inferior a la del grupo de edad que le antecede. El mencionado aumento en las tasas de actividad de los jóvenes y las mujeres ha seguido produciéndose, pero el fenómeno anterior ha predominado. El resultado ha sido una desaceleración intensa del crecimiento de la oferta de trabajo, que ha hecho que el aumento del paro durante el año venga explicado, casi en su totalidad, por la caída del empleo.

En la distribución sectorial del aumento del paro durante 1984 (ver cuadro 6) no pueden corregirse los efectos estadísticos derivados del cambio de criterio aplicado a los trabajadores acogidos al empleo comunitario, lo que dificulta notablemente su análisis. La razón es que, si el ajuste puede distribuirse sectorialmente en el primer trimestre, de la misma forma en que se hizo en el empleo, no puede suponerse que esta distribución se haya mantenido en el resto de los trimestres. En efecto, un trabajador del empleo comunitario que hubiera trabajado antes en la construcción, por ejemplo, aparecerá en el primer trimestre como parado de este sector, pero es muy improbable que en sucesivas encuestas se siga calificando así y no como parado agrícola. El descenso que se ha producido durante el año en el paro de la construcción y el similar aumento que se ha registrado durante el mismo en el agrícola parecen abonar esta afirmación.

Respecto a la estructura por edades, hay que destacar la diferente intensidad con la que el paro afecta a las capas jóvenes y a la población adulta, lo que, sin duda, supone un fuerte factor de absorción de la inestabilidad social inherente al alto nivel del paro. En efecto, las personas menores de 24 años suponen la mitad del paro total (1.425.000 personas), y su tasa de desempleo se eleva al 49 % de la población activa del grupo. Esto supone que tienen empleo solamente una de cada cuatro personas menores de 24 años, lo que da una idea de la intensidad con la que la crisis está afectando a la población juvenil. Por el contrario, la población de 25 a 54 años supone el 43 % del paro total (1.240.000 personas) y su tasa de desempleo es el 15 %, sustancialmente menor que la de la media de la economía. En este grupo es donde se sitúa la mayor parte de los parados anteriormente ocupados, por lo que debe ser el más protegido por

5. Evolución de las tasas de actividad

	1980 IV TR	1981 IV TR	1982 IV TR	1983 IV TR	1984 IV TR	Variaciones			
						1980 IV a 1981 IV	1981 IV a 1982 IV	1982 IV a 1983 IV	1983 IV a 1984 IV
Total	48,5	48,3	48,3	48,2	47,7	-0,2	0,0	-0,1	-0,5
Hombres	71,7	71,4	70,7	70,0	69,3	-0,3	-0,7	-0,7	-0,7
De 16 a 19 años	52,1	50,5	40,2	46,7	46,0	-1,6	-1,3	-2,5	-0,7
De 20 a 24 años	62,7	64,7	65,8	65,3	66,6	2,0	1,1	-0,5	1,3
De 25 a 54 años	94,7	94,7	94,3	94,3	94,0	0,0	-0,4	0,0	-0,3
De 55 y más años	43,5	42,7	40,9	40,0	38,3	-0,8	-1,8	-0,9	-1,7
Mujeres	27,1	26,9	27,8	28,1	27,7	-0,2	0,9	0,3	-0,4
De 16 a 19 años	39,7	38,4	37,6	35,5	34,3	-1,3	-0,8	-2,1	-1,2
De 20 a 24 años	55,9	56,2	57,0	56,9	56,4	0,3	0,8	-0,1	-0,5
De 25 a 54 años	30,6	30,7	32,7	33,8	34,2	0,1	2,0	1,1	0,4
De 55 y más años	11,3	10,3	10,5	10,5	9,8	-1,0	0,2	0,0	-0,7

Fuente: INE.

6. Evolución del paro (a)

	Cifras absolutas 1984	Variaciones (miles de personas)				
		1980	1981	1982	1983	1984
Total	2.869	385	368	247	199	436
Buscan primer empleo	1.118	136	172	136	63	170
Anteriormente empleados	1.751	249	196	110	136	266
<i>Agricultura</i>	211	26	0	0	10	89
<i>Industria</i>	501	63	92	44	21	69
<i>Construcción</i>	437	59	31	12	29	44
<i>Servicios</i>	602	101	73	54	76	64

Fuente: INE.

(a) Cifras relativas al IV trimestre de cada año.

el seguro de desempleo. Por último, los parados mayores de 55 años suponen el 7 % del paro total (205.000 personas), y su tasa de desempleo es más reducida (el 10 %).

20-III-1985.

La balanza de pagos en 1984

Como en años anteriores, se presentan en este *Boletín Económico* las cifras provisionales correspondientes a la balanza de pagos del último año —en este caso, del año 1984. Los datos sobre operaciones por cuenta corriente son los que, con carácter de avance, ha publicado la Secretaría de Estado de Comercio del Ministerio de Economía y Hacienda; los relacionados con operaciones de capital han sido elaborados por el Banco de España, y, aunque tienen pequeñas discrepancias en su presentación con los del Ministerio de Economía y Hacienda, básicamente coinciden.

En los boletines anteriores, se han realizado diversos comentarios sobre la evolución del sector exterior de la economía española en 1984, y en el Informe Anual se hará un estudio detallado del mismo, por lo que ahora se van a hacer sólo unas breves observaciones sobre las cifras presentadas.

La balanza de pagos por cuenta corriente

De acuerdo con los datos publicados por el Ministerio de Economía, la balanza de pagos por cuenta corriente registró, en el año 1983, un déficit de 394.4 m.m. (2.771,7 millones de dólares); en 1984, se alcanzó un superávit de 331,0 m.m. (2.068,7 millones de dólares). El cambio tan profundo de este sector de la economía española superó ampliamente todas las previsiones que sobre el mismo se realizaron, y en él incidieron factores derivados de la evolución de la economía mundial durante el año y los relacionados con la política de ajuste practicada por el gobierno.

La recuperación de la economía de los Estados Unidos y, en menor medida, de la europea ha supuesto que nuestros mercados de exportación hayan tenido, en el año 1984, un crecimiento considerable; esto, así como el hecho de que, en los meses finales de 1983 y en el inicio de 1984, las ventas de productos al exterior recibieran el impulso derivado de las ganancias de competitividad registradas en los meses anteriores —resultado de la política de tipo de cambio de la peseta—, fueron las causas principales del alto crecimiento alcanzado por las exportaciones de mercancías, que se materializó en la primera mitad del año, para retroceder luego lentamente. Aunque el aumento de la exportación incidió con carácter expansivo sobre la demanda final, esta se vio afectada muy restrictivamente por el comportamiento de la demanda nacional, con lo que el aumento de la importación, valorado en pesetas, fue muy moderado, y, expresado en dólares, se redujo. El resultado de esta evolución queda recogido en los

cuadros adjuntos, mediante una reducción del déficit comercial, en 1984, de más de 3.600 millones de dólares, respecto al año precedente.

La balanza de servicios mejoró su saldo positivo en 1984 con respecto al año anterior, en una cifra superior a los 1.500 millones de dólares. Todos los epígrafes que la componen tuvieron resultados favorables, aunque hay que destacar por su importancia los relacionados con operaciones de transporte —especialmente, los que se refieren al suministro a buques extranjeros— y turismo. El crecimiento de los ingresos por turismo y viajes fue considerable (casi un 13 % en dólares), y obedece, sin duda, a la relativa recuperación de la economía europea durante el año, así como a la desaceleración de la tasa de inflación de la economía española, a pesar de que, a lo largo de 1984, el tipo de cambio de la peseta frente a las monedas de la CEE se apreció ligeramente.

La balanza de transferencias redujo sustancialmente su superávit en 1984, como resultado de que la mejora del nivel de actividad en Europa no incidió casi nada en el comportamiento del empleo, que continuó evolucionando desfavorablemente, así como por el hecho de que la apreciación antes mencionada del tipo de cambio de la peseta frente a las monedas de la CEE no supuso un estímulo al envío de remesas por parte de los emigrantes españoles a esos países. En cualquier caso, el resultado final de la balanza por cuenta corriente fue, como se dijo al principio de este comentario, totalmente favorable.

La aportación al crecimiento de la economía española, en el año 1984, de los intercambios de bienes y servicios con el exterior alcanzó un valor sin precedentes, estimado por el Banco de España en 2.9 puntos de crecimiento del PIB. La cuantificación exacta de este hecho y su posterior expresión en el concepto de capacidad o necesidad de financiación de la nación —la terminología con la que la Contabilidad Nacional se refiere al saldo de operaciones por cuenta corriente— plantearon el problema del paso de las cifras de Balanza de Pagos a Contabilidad Nacional, sobre el que conviene hacer algunas precisiones.

Las cifras sobre la balanza de pagos por cuenta corriente recogidas en los cuadros adjuntos, objeto del breve comentario anterior, han sido facilitadas por la Secretaría de Estado de Comercio y presentan cambios muy importantes en su metodología, en relación con las cifras hasta ahora publicadas por dicho organismo. Los cambios han afectado a la contabilización de ciertas operaciones relacionadas con aprovisionamientos a buques y aeronaves, ya que se estaba incurriendo en una doble contabilización entre

las cifras de la Dirección General de Aduanas —que recogen estos aprovisionamientos— y ciertos códigos del registro de caja, que también reflejan los movimientos de divisas derivados de las operaciones mencionadas; pero su mayor incidencia se ha producido en lo que al comercio de productos petrolíferos se refiere.

La falta de información adecuada hizo que, hasta ahora, la importación de crudo para maquilas se recogiera dentro de las importaciones de mercancías de la balanza de pagos, mientras que el posterior envío al exterior de los productos derivados de ese crudo se anotaba como exportación. La reciente disponibilidad de datos sobre este tipo de intercambios ha hecho que, de acuerdo con las directrices del Fondo Monetario Internacional, dejen de contabilizarse en la balanza comercial, recogándose únicamente —en la balanza de servicios— los ingresos que en concepto de canon de maquila reciben las refinerías como retribución a su actividad.

Estos cambios metodológicos se han llevado a cabo, de momento, en las cifras correspondientes a las balanzas de pagos de los años 1983 y 1984, pero se extenderán a años anteriores, y deben enmarcarse dentro de la importante tarea de mejora que en los últimos años está llevando a cabo el organismo responsable de esta estadística. Una idea de la magnitud del cambio realizado la da el hecho de que el déficit por cuenta corriente del año 1983 se ha visto incrementado en unos 300 millones de dólares, en relación con la cifra publicada anteriormente.

La consecuencia más inmediata de la nueva metodología aplicada a la balanza de pagos es que carece de sentido comparar los saldos por cuenta corriente de los años 1983 y 1984 con la necesidad (en 1983) o capacidad de financiación (en 1984) que se recoge en la Contabilidad Nacional, salvo que se cambien totalmente las cifras del sector exterior de las cuentas nacionales adaptándolas a los nuevos datos de balanza de pagos. El que esto no se haya hecho en los distintos avances que se han presentado sobre el cuadro macroeconómico del año 1984 se debe, no sólo a que se carecía de esta nueva información, sino también —y esto es lo realmente importante— a que la Contabilidad Nacional es una serie histórica, con un año base y una estrecha conexión entre todos sus componentes, en la que no pueden introducirse cambios esporádicos sin afectar gravemente a su coherencia.

Los responsables de la balanza de pagos y de las cuentas nacionales están realizando, en estos últimos años, una labor de mejora en la elaboración de las estadísticas que, en el primer caso, se está plas-

1. Balanza de pagos

m.m.

	1982			1983 (a)			1984 (b)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías y oro no monetario	2.341,1	3.357,6	-1.016,5	2.834,6	3.952,0	-1.117,4	3.696,4	4.348,9	-652,5
2. Servicios	1.485,0	1.103,9	381,1	1.836,9	1.285,3	551,6	2.257,6	1.418,9	838,7
Fletes, seguros y transportes	307,2	255,1	52,1	412,8	329,2	83,6	504,6	366,1	138,5
Turismo y viajes	787,6	111,6	676,0	990,0	128,6	861,4	1.247,8	135,0	1.112,8
Rentas de inversión	182,4	450,9	-268,5	169,4	495,9	-326,5	219,8	577,7	-357,9
Transacciones gubernamentales	13,2	32,4	-19,2	16,2	43,8	-27,6	19,6	57,7	-38,1
Asistencia técnica y royalties	15,7	79,0	-63,3	18,3	88,3	-70,0	20,8	84,7	-63,9
Otros servicios	178,9	174,9	-4,0	230,2	199,5	30,7	245,0	197,7	47,3
BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS (1+2)	3.826,1	4.461,5	-635,4	4.671,5	5.237,3	-565,8	5.954,0	5.767,8	186,2
3. Transferencias	199,9	25,7	174,2	225,8	54,4	-171,4	207,0	62,2	144,8
Transferencias privadas	196,9	23,3	173,6	225,2	48,6	176,6	206,6	47,5	159,1
Transferencias públicas	3,0	2,4	0,6	0,6	5,8	-5,2	0,4	14,7	-14,3
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (1 a 3)	4.026,0	4.487,2	-461,2	4.897,3	5.291,7	-394,4	6.161,0	5.830,0	331,0
4. Capital a largo plazo	857,4	652,6	204,8	1.120,7	659,7	461,0	1.634,5	1.114,2	520,3
A. Capital privado	662,4	572,4	90,0	894,4	576,2	318,2	1.271,4	826,6	444,8
a) Del exterior en España	578,5	284,8	293,7	772,1	390,4	381,7	1.086,7	542,9	543,8
Inversiones	275,1	76,1	199,0	313,9	70,6	243,3	404,8	89,2	315,6
Directas	(126,5)	(20,1)	(106,4)	(131,6)	(14,8)	(116,8)	(165,9)	(18,3)	(147,6)
En cartera	(8,4)	(7,2)	(1,2)	(15,3)	(8,4)	(6,9)	(48,0)	(17,7)	(30,3)
En inmuebles	(74,3)	(1,5)	(72,8)	(117,2)	(3,4)	(113,8)	(140,2)	(2,1)	(138,1)
Otras	(65,9)	(47,3)	(18,6)	(49,8)	(44,0)	(5,8)	(50,7)	(51,1)	(-0,4)
Créditos	303,4	208,7	94,7	458,2	319,8	138,4	681,9	453,7	228,2
Comerciales	(68,7)	(64,2)	(4,5)	(119,4)	(91,7)	(27,7)	(57,9)	(111,1)	(-53,2)
Financieros	(220,5)	(139,3)	(81,2)	(300,4)	(225,2)	(75,2)	(607,7)	(334,3)	(273,4)
Otras	(14,2)	(5,2)	(9,0)	(38,4)	(2,9)	(35,5)	(16,3)	(8,3)	(8,0)
b) De España al exterior	83,9	287,6	-203,7	122,3	185,8	-63,5	184,7	283,7	-99,0
Inversiones	13,2	77,4	-64,2	8,4	44,3	-35,9	11,4	55,7	-44,3
Directas	(5,2)	(54,1)	(-48,9)	(2,8)	(29,3)	(-26,5)	(6,6)	(36,8)	(-30,2)
En cartera	(4,0)	(12,9)	(-8,9)	(5,3)	(6,1)	(-0,8)	(4,6)	(8,6)	(-4,0)
En inmuebles	(0,1)	(0,2)	(-0,1)	-	(0,2)	(-0,2)	-	(0,1)	(-0,1)
Otras	(3,9)	(10,2)	(-6,3)	(0,3)	(8,7)	(-8,4)	(0,2)	(10,2)	(-10,0)
Créditos	70,7	210,2	-139,5	113,9	141,5	-27,6	173,3	228,0	-54,7
Comerciales	(59,0)	(174,7)	(-115,7)	(101,2)	(119,6)	(-18,4)	(151,0)	(174,8)	(-23,8)
Financieros	(2,0)	(6,6)	(-4,6)	(2,6)	(2,4)	(0,2)	(1,9)	(1,4)	(0,5)
Otras	(9,7)	(28,9)	(-19,2)	(10,1)	(19,5)	(-9,4)	(20,4)	(51,8)	(-31,4)
B. Capital público	195,0	80,2	114,8	226,3	83,5	142,8	363,1	287,6	75,5
a) Del exterior en España	192,4	59,7	132,7	222,9	68,5	154,4	360,5	260,2	100,3
b) De España al exterior	2,6	20,5	-17,9	3,4	15,0	-11,6	2,6	27,4	-24,8
5. Capital a corto plazo	55,2	48,5	6,7	54,5	40,7	13,8	41,2	56,7	-15,5
a) Del exterior en España	45,7	39,3	6,4	14,4	12,6	1,8	29,2	41,1	-11,9
b) De España al exterior	9,5	9,2	0,3	40,1	28,1	12,0	12,0	15,6	-3,6
6. Instituciones bancarias privadas	274,0	268,2	5,8	272,0	228,1	43,9	676,5	486,6	189,9
Cuentas en pesetas de no residentes	45,0	-	45,0	59,7	-	59,7	245,4	-	245,4
Variación neta de activos y pasivos en divisas de la Circular 9 DE	229,0	219,0	10,0	212,3	209,0	3,3	431,1	467,1	-36,0
Variación en la posición divisas	-	49,2	-49,2	-	19,1	-19,1	-	19,5	-19,5
7. Operaciones con el FMI	-	16,5	-16,5	-	0,7	-0,7	-	-	-
«Oil Facility»	-	10,6	-10,6	-	0,7	-0,7	-	-	-
Financiación compensatoria	-	5,9	-5,9	-	-	-	-	-	-
DEG asignados	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Variaciones de reservas centrales	369,7	-	369,7	-	8,8	-8,8	-	766,5	-766,5
9. Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	112,4	221,7	-109,3	7,4	122,2	-114,8	30,7	289,9	-259,2
Desfasos contables	101,3	-	101,3	6,1	6,2	-0,1	14,8	0,4	14,4
Partidas no clasificadas (neto)	-	73,6	-73,6	-	44,9	-44,9	-	148,0	-148,0
Desfasos en cobros y pagos	11,1	148,1	-137,0	1,3	71,1	-69,8	-	141,5	-125,6
De mercancías	-	148,1	-148,1	-	71,1	-71,1	-	141,5	-141,5
Otros	11,1	-	11,1	1,3	-	1,3	15,9	-	15,9

(a) Provisional. Por razones señaladas en el texto, estas cifras no son compatibles con las del año 1982.
 (b) Estimaciones Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

mando ya en nuevos datos sobre la balanza corriente, y, en el segundo, en la elaboración de una nueva serie de cuentas nacionales con base en el año 1980. La colaboración entre ambos organismos unificará criterios en el tratamiento de la información y hará claramente explícitas las diferencias que se deriven de las distintas metodologías a las que cada uno ha de someterse. Mientras tanto, hay que aceptar que las cifras disponibles sobre las macromagnitudes económicas con provisionales y deben de cambiar en el futuro, especialmente si los cambios obedecen a mejoras en la información estadística.

La balanza de pagos por cuenta de capital

En el transcurso del año 1984, la economía española registró unas entradas brutas de capitales exteriores de cuantía muy similar a las experimentadas en el año precedente. Este hecho, unido al cambio de signo del desequilibrio por cuenta corriente, analizado en el epígrafe anterior, dotó a la economía de un enorme volumen de activos financieros frente al exterior, que se materializaron en un ligero incremento de las inversiones y créditos frente a no residentes, y, sobre todo, en un aumento sustancial del volumen de reservas de divisas de la nación. En efecto, a partir del verano de 1983, y, especialmente, durante el primer semestre del año 1984, como consecuencia de la situación de dureza existente en los mercados internos de fondos prestables y de la evolución más distendida de los mercados internacionales, la peseta registró una fuerte presión hacia la apreciación, que las autoridades trataron de mitigar, interviniendo muy activamente en los mercados de cambios. Esta actuación permitió mantener vigente, por un tiempo más prolongado, el fuerte impulso de la demanda exterior de bienes y servicios. En la segunda mitad del ejercicio, las condiciones financieras en los mercados internos y externos sufrieron una notable mutación. El dólar experimentó una acusada fortaleza en los mercados cambiarios, apreciándose frente a todas las divisas, y, simultáneamente, se evidenció una mayor laxitud en los mercados internos de fondos prestables. Esta evolución dispar frenó el crecimiento del endeudamiento público y privado en el exterior, y ello, unido a la pérdida de impulso de la demanda exterior neta de bienes y servicios, mitigó las presiones al alza de la peseta y se tradujo en una intervención mucho menos voluminosa del Banco de España en los mercados de cambios.

El resultado conjunto de esta evolución semestral fue un incremento de 4.560 millones de dólares en las reservas de divisas, que alcanzaron un valor de

15.788 millones de dólares al finalizar el año; un crecimiento muy modesto de los saldos en dólares de la deuda exterior, que, por segundo año consecutivo, se situaron, al cierre del período, en valores próximos a los 29.500 millones de dólares (1), y, en consecuencia, una mejora sustancial de la posición financiera de España frente al exterior, que, medida por un indicador parcial —la razón existente entre reservas y deuda exterior, que cuantifica la disponibilidad de liquidez para afrontar los pagos financieros— ha pasado del 38 % al 53 %, desde finales de 1983 hasta el cierre del ejercicio 1984.

El flujo de endeudamiento neto, directo, a largo plazo, público y privado, registró una elevación del 10 % en el año 1984, con un comportamiento sustancialmente distinto en la primera mitad del año con relación a la segunda. En efecto, el endeudamiento privado directo, a largo plazo, en los mercados internacionales alcanzó su máximo en el primer trimestre del año. A partir de ese momento, a medida que los diferenciales de tipos de interés se hicieron menos desfavorables para los mercados interiores y las expectativas de una baja gradual del dólar no se cumplieron, las empresas sustituyeron financiación exterior por recursos en pesetas, tanto en el mercado crediticio —con un relanzamiento del mercado de créditos sindicados en pesetas— como en el mercado de valores, paralizando su demanda bruta de fondos en los mercados internacionales.

Al mismo tiempo, el sector público —concretamente, el Tesoro—, tras un primer semestre en el que incrementó sustancialmente su apelación a los mercados internacionales, inició una política de refinanciación y diversificación del endeudamiento existente, con emisiones en nuevos mercados como el japonés, el suizo y el alemán, y a través de nuevos instrumentos, como títulos a interés variable, con márgenes muy reducidos de 1/8 en la emisión de 500 millones de dólares del mes de octubre, o la emisión en «euronotas» del mes de julio, por el mismo importe, y renovable hasta un período de 10 años. De tal forma, que, si bien el recurso por el sector público a los mercados exteriores fue superior, en términos brutos, al del año 1983, el endeudamiento neto fue inferior y se obtuvo en mejores condiciones de plazo y tipos de interés. Frente a una variación de 1.031 millones de dólares en 1983, en el año 1984 se registró un aumento del endeudamiento público, a largo plazo, de 683 millones de dólares.

(1) El incremento de la deuda viva en el ejercicio 1984, medida a cambios centrales del año 1973, fue de 2.357 millones de dólares. El efecto de la depreciación del resto de monedas frente al dólar, experimentada en 1984, hace que dicho saldo haya crecido solamente 115 millones de dólares, pasando de 29.462 a 29.577 millones de dólares, desde finales de 1983 al cierre de 1984, valorados ambos saldos a los cambios de fin de período.

2. Balanza de pagos

Millones de dólares

	1982			1983 (a)			1984 (b)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías y oro no monetario	21.332,1	30.513,0	-9.180,9	19.941,6	27.650,6	-7.709,0	23.055,9	27.107,3	-4.051,4
2. Servicios	13.488,7	10.013,2	3.475,5	12.804,1	9.028,2	3.775,9	13.990,1	8.683,8	5.306,3
Fletes, seguros y transportes	2.793,2	2.323,6	469,6	2.874,1	2.292,5	581,9	3.141,4	2.146,9	994,5
Turismo y viajes	7.130,9	1.009,2	6.121,7	6.836,9	895,0	5.941,9	7.716,8	835,0	6.881,8
Rentas de inversión	1.665,8	4.094,3	-2.428,5	1.192,6	3.467,9	-2.275,3	1.358,7	3.581,3	-2.222,6
Transacciones gubernamentales	120,0	294,5	-174,5	113,0	306,4	-193,4	121,9	361,8	-239,9
Asistencia técnica y royalties	143,2	711,4	-568,2	127,8	622,9	-495,1	129,6	531,9	-402,3
Otros servicios	1.635,6	1.580,2	55,4	1.659,7	1.443,8	215,9	1.521,7	1.226,9	294,8
BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS (1+2)	34.820,8	40.526,2	-5.705,4	32.715,7	36.678,8	-3.933,1	37.046,0	35.791,1	1.254,9
3. Transferencias	1.815,1	234,2	1.580,9	1.571,0	410,0	1.161,4	1.291,0	477,2	813,8
Transferencias privadas	1.787,9	212,3	1.575,6	1.567,4	369,0	1.198,4	1.288,7	387,6	901,1
Transferencias públicas	27,2	21,9	5,3	4,0	41,0	-37,0	2,3	89,6	-87,3
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (1 a 3)	36.635,9	40.760,4	-4.124,5	34.316,7	37.088,8	-2.771,7	38.337,0	36.268,3	2.068,7
4. Capital a largo plazo	7.826,1	5.986,4	1.839,7	7.711,8	4.606,2	3.105,6	10.207,9	6.827,1	3.380,8
A. Capital privado	6.041,3	5.265,4	775,9	6.191,7	4.039,5	2.152,2	7.960,9	5.112,1	2.848,8
a) Del exterior en España	5.285,4	2.602,5	2.682,9	5.336,6	2.724,2	2.612,4	6.814,9	3.359,3	3.455,6
<i>Inversiones</i>	<i>2.487,3</i>	<i>702,3</i>	<i>1.784,5</i>	<i>2.171,8</i>	<i>500,7</i>	<i>1.671,1</i>	<i>2.514,8</i>	<i>554,8</i>	<i>1.960,0</i>
<i>Directas</i>	<i>(1.148,4)</i>	<i>(190,0)</i>	<i>(958,4)</i>	<i>(909,1)</i>	<i>(108,9)</i>	<i>(800,2)</i>	<i>(1.031,7)</i>	<i>(115,1)</i>	<i>(916,7)</i>
<i>En cartera</i>	<i>(78,1)</i>	<i>(65,9)</i>	<i>(12,2)</i>	<i>(106,2)</i>	<i>(58,7)</i>	<i>(47,5)</i>	<i>(297,3)</i>	<i>(107,7)</i>	<i>(189,6)</i>
<i>En inmuebles</i>	<i>(674,5)</i>	<i>(13,7)</i>	<i>(660,8)</i>	<i>(813,6)</i>	<i>(24,3)</i>	<i>(789,3)</i>	<i>(873,9)</i>	<i>(13,3)</i>	<i>(860,5)</i>
<i>Otras</i>	<i>(586,3)</i>	<i>(433,2)</i>	<i>(153,1)</i>	<i>(342,9)</i>	<i>(308,8)</i>	<i>(34,1)</i>	<i>(311,9)</i>	<i>(318,7)</i>	<i>(-6,8)</i>
<i>Créditos</i>	<i>2.798,1</i>	<i>1.899,7</i>	<i>898,4</i>	<i>3.164,8</i>	<i>2.235,5</i>	<i>941,3</i>	<i>4.300,1</i>	<i>2.804,5</i>	<i>1.495,6</i>
<i>Comerciales</i>	<i>(628,7)</i>	<i>(578,5)</i>	<i>(50,2)</i>	<i>(853,4)</i>	<i>(642,9)</i>	<i>(210,5)</i>	<i>(363,9)</i>	<i>(886,1)</i>	<i>(-322,2)</i>
<i>Financieros</i>	<i>(2.041,1)</i>	<i>(1.274,5)</i>	<i>(766,6)</i>	<i>(2.056,7)</i>	<i>(1.559,3)</i>	<i>(497,4)</i>	<i>(3.846,3)</i>	<i>(2.069,5)</i>	<i>(1.776,8)</i>
<i>Otros</i>	<i>(128,3)</i>	<i>(46,7)</i>	<i>(81,6)</i>	<i>(254,7)</i>	<i>(21,3)</i>	<i>(233,4)</i>	<i>(89,9)</i>	<i>(48,9)</i>	<i>(41,0)</i>
b) De España al exterior	755,9	2.662,9	-1.907,0	855,1	1.315,3	-460,2	1.146,0	1.752,8	-606,8
<i>Inversiones</i>	<i>114,2</i>	<i>717,2</i>	<i>-603,0</i>	<i>59,2</i>	<i>309,5</i>	<i>-250,3</i>	<i>72,0</i>	<i>346,2</i>	<i>-274,2</i>
<i>Directas</i>	<i>(46,5)</i>	<i>(492,3)</i>	<i>(-445,8)</i>	<i>(20,2)</i>	<i>(203,6)</i>	<i>(-183,4)</i>	<i>(41,8)</i>	<i>(230,1)</i>	<i>(-188,3)</i>
<i>En cartera</i>	<i>(36,1)</i>	<i>(117,0)</i>	<i>(-80,9)</i>	<i>(37,1)</i>	<i>(42,9)</i>	<i>(-5,8)</i>	<i>(28,7)</i>	<i>(52,1)</i>	<i>(-23,4)</i>
<i>En inmuebles</i>	<i>(0,4)</i>	<i>(1,5)</i>	<i>(-1,1)</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(1,2)</i>	<i>(-1,1)</i>	<i>(1,5)</i>	<i>(0,6)</i>	<i>(-0,6)</i>
<i>Otras</i>	<i>(31,2)</i>	<i>(106,4)</i>	<i>(-75,2)</i>	<i>(1,8)</i>	<i>(61,8)</i>	<i>(-60,0)</i>	<i>(15,0)</i>	<i>(63,4)</i>	<i>(-61,9)</i>
<i>Créditos</i>	<i>641,7</i>	<i>1.945,7</i>	<i>-1.304,0</i>	<i>795,9</i>	<i>1.005,8</i>	<i>-209,9</i>	<i>1.074,0</i>	<i>1.406,6</i>	<i>-322,6</i>
<i>Comerciales</i>	<i>(535,7)</i>	<i>(1.618,8)</i>	<i>(-1.083,1)</i>	<i>(706,0)</i>	<i>(848,6)</i>	<i>(-142,6)</i>	<i>(935,7)</i>	<i>(1.081,8)</i>	<i>(-146,1)</i>
<i>Financieros</i>	<i>(18,9)</i>	<i>(62,3)</i>	<i>(-43,4)</i>	<i>(19,0)</i>	<i>(16,1)</i>	<i>(2,9)</i>	<i>(12,2)</i>	<i>(8,5)</i>	<i>(3,7)</i>
<i>Otros</i>	<i>(87,1)</i>	<i>(264,6)</i>	<i>(-177,5)</i>	<i>(70,9)</i>	<i>(141,1)</i>	<i>(-70,2)</i>	<i>(126,1)</i>	<i>(316,3)</i>	<i>(-190,2)</i>
B. Capital público	1.784,8	721,0	1.063,8	1.520,1	566,7	953,4	2.247,0	1.715,0	532,0
a) Del exterior en España	1.760,9	533,0	1.227,9	1.496,6	465,4	1.031,2	2.230,5	1.547,6	682,9
b) De España al exterior	23,9	188,0	-164,1	23,5	101,3	-77,8	16,5	167,4	-150,9
5. Capital a corto plazo	510,5	442,3	68,2	376,7	282,0	94,7	256,7	354,3	-97,6
a) Del exterior en España	424,6	359,1	65,5	275,7	193,0	82,7	180,7	255,5	-74,8
b) De España al exterior	85,9	83,2	2,7	101,0	89,0	12,0	76,0	98,8	-22,8
6. Instituciones bancarias privadas	2.432,9	2.379,7	53,2	1.937,6	1.485,5	452,1	4.210,9	2.982,8	1.228,1
Cuentas en pesetas de no residentes (a)	348,5	-	348,5	458,1	-	458,1	1.521,6	-	1.521,6
Variación neta de activos y pasivos en divisas de la Circular 9 DE	2.084,4	2.014,8	69,6	1.479,5	1.461,2	18,3	2.689,3	2.909,8	-220,5
Variación en la posición divisas	-	364,9	-364,9	-	24,3	-24,3	-	73,0	-73,0
7. Operaciones con el FMI	-	151,1	-151,1	-	5,2	-5,2	-	-	-
«Oil Facility»	-	96,7	-96,7	-	5,2	-5,2	-	-	-
Financiación compensatoria	-	54,4	-54,4	-	-	-	-	-	-
DEG asignados	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Variaciones de reservas centrales	3.485,8	-	3.485,8	325,7	-	325,7	-	4.486,8	-4.486,8
9. Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	933,5	2.104,8	-1.171,3	42,9	1.224,1	-1.201,2	86,0	2.121,6	-2.093,2
Desfases contables	933,5	-	933,5	42,9	19,5	23,4	86,0	4,1	81,9
Partidas no clasificadas (neto)	-	644,1	-644,1	-	321,3	-321,3	-	898,7	-898,7
Desfases en cobros y pagos	-	1.460,7	-1.460,7	-	903,3	-903,3	-	1.276,4	-1.276,4
<i>De mercancías</i>	<i>-</i>	<i>1.368,2</i>	<i>-1.368,2</i>	<i>-</i>	<i>654,0</i>	<i>-654,0</i>	<i>-</i>	<i>970,4</i>	<i>-970,4</i>
<i>Otros</i>	<i>-</i>	<i>92,5</i>	<i>-92,5</i>	<i>-</i>	<i>249,3</i>	<i>-249,3</i>	<i>-</i>	<i>306,0</i>	<i>-306,0</i>

(a) Provisional. Por razones señaladas en el texto, estas cifras no son comparables con las del año 1982.

(b) Estimaciones Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

La financiación canalizada a través de la banca se caracterizó por un significativo desplazamiento hacia la financiación en pesetas convertibles y por una reducción, aunque de menor intensidad, en los pasivos netos captados en divisas, especialmente en el capítulo de créditos financieros en moneda extranjera. La estabilidad que evidenciaron los tipos del mercado interbancario en pesetas, a partir del segundo trimestre del año, así como la evolución del dólar, explican, parcialmente, esta situación. El otro factor decisivo para enjuiciar un flujo tan abultado de entradas de pesetas convertibles sería la disponibilidad que estos pasivos ofrecen a las entidades bancarias para canalizar recursos exteriores hacia el sector privado, sin que el prestatario incurra en riesgos de cambio.

En cuanto a la financiación concedida al exterior, ésta se puede descomponer entre los créditos al exterior, ligados a operaciones de carácter comercial y recogidos como tales en la balanza de pagos, los desfases por cobros y pagos —que no suponen un crédito explícito en licencia de importación y exportación, pero en realidad actúan como una financiación neta al exterior—, y los capitales a corto plazo, cuya principal partida son los anticipos sobre créditos comerciales. Pues bien, al amparo tanto de la recuperación de la exportación española como de la mejora de la situación financiera de algunos países —tradicionales clientes de nuestros productos (como los países de América Latina)—, la financiación concedida al exterior, recogida explícitamente en el epígrafe de capital privado, a largo plazo, de España al exterior, se recuperó sustancialmente en 1984 con respecto a 1983, aunque todavía se sitúa en cifras lejanas a las alcanzadas en 1982. Los desfases en cobros y pagos fueron similares a los del año anterior, y los flujos de capital a corto plazo registraron un cambio de magnitud, desde una entrada neta de 94,7 millones de dólares en 1983, a una salida neta de 97,6 millones de dólares en 1984. Aparte de la evolución a corto plazo de la peseta, el principal componente de esta variación del capital a corto plazo lo constituye el comportamiento de los anticipos sobre créditos comerciales, es decir, las cantidades a cuenta de futuras financiaciones a largo plazo, que, si en años anteriores fueron favorables a los residentes, en 1984 supusieron una financiación neta de los residentes a los no residentes. La causa puede encontrarse en la creciente competencia en los mercados internacionales, donde las condiciones financieras de una determinada operación pueden ser el factor decisivo en el logro de la misma.

El último capítulo de la financiación exterior de la economía española son los flujos de inversión tanto del exterior en España como de España en el exte-

rior. El saldo neto, tradicionalmente favorable a España como importadora de capitales, se acentuó en 1984, debido, en parte, no sólo a las entradas procedentes del exterior, sino también a la debilidad de la inversión de España en el exterior.

Las inversiones procedentes del exterior ascendieron a 1.960 millones de dólares, con un aumento del 17%. Los flujos de inversiones en cartera, aunque cuantitativamente no son los más relevantes, han sido los que han experimentado cambios más acusados en el ejercicio de 1984. Por un lado, las compras netas de títulos valores por no residentes cuatriplican el valor correspondiente a 1983, alcanzando casi un 10% de la inversión total del exterior en España. Y, por otro, como consecuencia de la liberalización parcial de las compras por residentes de títulos de renta fija denominados en divisas, las inversiones españolas en valores cotizados en los mercados internacionales se multiplican enormemente, aunque a unos niveles mucho más reducidos, pues no superan los 24 millones de dólares.

27-III-1985.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en febrero 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				
SIETE GRANDES												
BILBAO (8-II-85).....	=	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75
CENTRAL (8-II-85).....	10,00	11,75	13,50	15,00	15,50	14,00	15,50	15,75	=	=	16,00	=
ESPAÑOL DE CREDITO (7-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,50	16,00	=	=	=	=
HISPANO AMERICANO (13-II-85).....	10,00	=	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	18,00
POPULAR ESPAÑOL (8-II-85).....	=	11,50	13,50	14,50	15,50	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	=
SANTANDER (8-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,50	16,00	=	=	=	=
VIZCAYA (12-II-85).....	=	12,00	14,00	=	16,00	14,00	15,50	=	=	=	=	=
(18-II-85).....	=	=	=	=	=	=	=	16,00	=	=	16,00	=
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
ALICANTE (22-II-85).....	=	=	=	15,50	=	=	15,50	=	=	=	17,00	19,50
ATLANTICO (21-II-85).....	=	11,75	13,75	15,00	16,00	13,50	15,50	16,00	=	=	=	=
CANTABRICO (22-II-85).....	=	=	=	15,50	=	=	15,50	=	=	=	=	=
CITIBANK ESPAÑA (15-II-85).....	10,00	=	=	15,50	17,00	=	15,75	16,25	=	(4,00)	=	=
COMERCIAL ESPAÑOL (8-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,50	16,00	=	=	=	=
COMERCIAL TRANSATLANTICO (12-II-85).....	10,00	12,00	14,00	15,00	=	14,50	15,50	16,50	=	=	=	=
(27-II-85).....	9,50	11,50	13,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=
COMERCIO (19-II-85).....	=	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75
DESCUENTO (13-II-85).....	9,70	11,70	13,00	14,20	15,50	13,00	14,20	15,50	=	20,00	=	=
ETCHEVERRIA (18-II-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	22,00	22,00	=	=
EXTERIOR DE ESPAÑA (8-II-85).....	=	=	=	15,50	=	=	15,50	=	=	=	=	=
EXTREMADURA (19-II-85).....	=	12,25	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75
HUESCA (19-II-85).....	=	12,25	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75
JOVER (26-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,50	16,00	=	=	=	=
LATINO (19-II-85).....	=	12,25	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75
MADRID (20-II-85).....	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	=	=	=	=
MAS SARDA (19-II-85).....	10,00	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75
MURCIA (28-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,50	16,00	27,00	(4,50)	17,00	21,00
OESTE (19-II-85).....	=	12,25	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75

(continuación) 2

Modificaciones en febrero 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				
PERFECTO CASTRO (22-II-85).....	10,00	12,00	=	14,00	15,00	14,50	15,50	16,50	=	=	=	=
(22-II-85).....	=	=	=	15,50	=	=	15,50	=	=	=	=	=
TRELLES (16-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,50	16,00	=	=	=	=
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
CATALAN DE DESARROLLO (25-II-85).....	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	=	=	=	=
EXPANSION INDUSTRIAL (20-II-85).....	10,50	11,50	14,00	14,00	=	14,00	14,00	17,00	=	=	17,00	20,00
FOMENTO (21-II-85).....	10,00	11,75	13,50	15,00	16,00	14,00	15,50	15,75	=	=	16,00	18,00
HISPANO INDUSTRIAL (20-II-85).....	=	=	=	=	=	=	16,00	=	=	=	=	=
INDUSTRIAL DE BILBAO (19-II-85).....	=	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	20,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA (13-II-85).....	10,00	=	14,00	15,00	15,50	15,50	16,00	17,00	23,00	23,00	17,00	20,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL (13-II-85).....	=	=	13,75	15,00	16,50	14,75	15,50	16,50	18,50	=	20,50	=
POPULAR INDUSTRIAL (26-II-85).....	=	11,50	13,00	14,00	=	13,50	15,50	=	=	=	16,00	=
PROMOCION DE NEGOCIOS (19-II-85).....	10,00	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	=	=	16,00	19,75
BANCOS EXTRANJEROS												
AMERICA (5-II-85).....	=	=	=	=	=	13,38	14,50	16,00	=	=	=	=
(19-II-85).....	=	=	=	=	=	13,75	14,25	=	=	=	=	=
(28-II-85).....	=	=	12,00	13,13	15,00	12,75	13,50	15,00	=	=	13,13	18,13
ARABE ESPAÑOL (8-II-85).....	=	=	=	14,00	15,00	14,00	16,00	16,50	20,00	20,00	=	20,00
BANKERS TRUST (11-II-85).....	=	=	=	=	=	13,50	14,50	=	=	=	=	=
(14-II-85).....	=	=	=	=	=	14,00	14,38	=	=	=	=	=
(18-II-85).....	=	=	=	=	=	13,75	=	=	=	=	=	=
(25-II-85).....	=	=	=	=	=	13,63	14,00	=	=	=	=	=
BARCLAYS INTERNATIONAL (19-II-85).....	=	=	=	=	=	13,25	14,25	=	=	=	=	=
BRASIL (19-II-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	16,00	19,00
CITIBANK (15-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,75	=	20,00	=	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (6-II-85).....	8,30	10,55	11,10	11,70	=	13,13	13,75	=	17,25	17,25	=	=
(7-II-85).....	=	=	11,20	=	=	13,25	=	=	=	=	=	=
(15-II-85).....	8,20	10,40	11,10	11,50	=	13,13	13,50	=	17,13	17,13	=	=
(19-II-85).....	=	=	11,00	11,29	=	13,00	13,13	=	=	=	=	=
CREDIT. CIAL. FRANCE (8-II-85).....	=	=	=	=	=	=	15,00	=	=	=	=	=
CREDIT LYONNAIS (9-II-85).....	10,50	11,75	12,75	13,75	15,00	14,50	15,00	16,50	18,00	=	16,50	19,00
DRESDNER BANK (12-II-85).....	13,50	=	13,25	12,45	=	13,70	14,20	=	=	=	=	=

(continuación) 3

Modificaciones en febrero 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				
FIRST INTERSTATE (4-II-85).....	=	=	=	=	=	12,30	=	=	=	=	=	=
(6-II-85).....	=	=	=	=	=	13,20	=	=	=	=	=	=
FIRST NATIONAL (4-II-85).....	=	=	11,75	=	=	12,50	=	=	=	=	=	=
(8-II-85).....	=	=	12,00	12,75	=	12,75	13,75	=	=	=	=	=
(15-II-85).....	=	=	12,25	=	=	13,00	=	=	=	=	=	=
(22-II-85).....	=	=	12,05	=	=	12,80	=	=	=	=	=	=
LONDRES Y AMERICA DEL SUR (7-II-85).....	10,75	12,75	14,25	=	=	15,25	17,25	=	=	=	=	=
MIDLAND BANK (19-II-85).....	=	=	=	=	=	14,00	=	=	17,00	=	=	=
MORGAN GUARANTY (12-II-85).....	12,88	=	12,63	=	=	13,00	13,75	=	=	=	=	=
NACION ARGENTINA (15-II-85).....	=	=	=	=	=	14,75	16,50	18,00	22,00	=	=	=
NAT. WESTMINSTER BANK (7-II-85).....	=	=	15,00	15,75	=	=	=	=	=	=	=	=
NAZIONALE LAVORO (11-II-85).....	=	=	=	15,25	=	15,25	15,50	=	=	=	=	=
BANCO S. G. BELGA (22-II-85).....	=	=	=	=	=	14,00	15,50	16,50	=	=	=	=
TOKYO (5-II-85).....	=	=	=	=	=	14,50	=	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORRO												
CUENCA (21-II-85).....	=	=	10,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=
MADRID (8-II-85).....	=	12,50	13,25	=	=	=	=	=	19,00	(5,00)	=	17,50
RIOJA (22-II-85).....	9,00	11,00	13,00	16,00	17,00	12,50	15,50	15,00	=	=	15,00	22,00
SABADELL (25-II-85).....	10,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL (25-II-85).....	9,00	11,00	13,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=
SEGOVIA 28-II-85).....	9,75	11,75	13,50	14,50	15,00	=	14,50	15,00	=	=	15,00	18,00
VILLA FRANCA DEL PENEDES (23-II-85).....	=	11,50	12,50	14,50	15,50	=	10,50	14,00	=	=	14,00	19,00
ZARAGOZA ARAGON (5-II-85).....	10,00	=	14,00	15,50	=	=	=	=	=	=	=	=

- (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.

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
4/85 de 5 de febrero	Entidades delegadas. Cotización del dólar australiano en el mercado español de divisas.	21 febrero 1985
5/85 de 13 de febrero	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado, interior y amortizable, bonos del Estado.	28 febrero 1985
6/85 de 15 de febrero	Cooperativas de crédito. Modificación de la circular 3/1981, de 23 de enero, sobre balance y cuenta de resultados.	28 febrero 1985
7/85 de 22 de febrero	Banca privada y cajas de ahorro. Coeficientes de inversión y de deuda a corto y medio plazo.	27 febrero 1985

