

**BANCO
DE
ESPAÑA**

boletín económico

julio-agosto 1985

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T₆¹ Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero).
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}+\text{Jul}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).
- T₁₂¹² Tasa interanual 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	Economía internacional
10	La economía española en el primer semestre de 1985
49	Regulación financiera: segundo trimestre de 1985
59	Información del Banco de España
60	Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro vigentes a 30 de junio de 1985.
65	Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
66	Publicaciones recientes del Banco de España
67	Indicadores económicos

Economía internacional

El crecimiento de la economía internacional en 1984 puede considerarse un hecho excepcional de difícil repetición. En su conjunto, representó, en términos reales, un aumento del 5 %. Esta fuerte expansión fue acompañada por el crecimiento del comercio mundial, que aumentó en un 9 %. La característica básica del fenómeno fue la disparidad existente entre los ritmos de crecimiento de las diversas áreas geográficas.

Existieron dos claros focos de fuerte expansión, representados por los Estados Unidos y los países de la cuenca del Pacífico. En Europa e Iberoamérica, los crecimientos fueron más moderados, pero superiores a los de los años precedentes.

El motor de la expansión económica mundial fue, indudablemente, la economía de los Estados Unidos. Durante los dos últimos años, el crecimiento de la economía norteamericana fue del 11 %, superior al de cualquier proceso anterior de recuperación; sólo en 1984, el PIB de los Estados Unidos aumentó en 6,8. La fuerte demanda norteamericana tuvo que ser complementada con una rápida expansión de la importación, que aumentó un 27 %, facilitada por la fortaleza de la moneda norteamericana. El resultado fue que, en los dos últimos años, la demanda de importaciones de los Estados Unidos representó el 70 % del aumento de la demanda de los países de la OCDE. Esta demanda de importaciones de los Estados Unidos contribuyó sustancialmente al 3 % de crecimiento del PIB de los países de la OCDE –excluidos los Estados Unidos– en 1984, aunque la distribución varió considerablemente de un país a otro. El fuerte aumento de las exportaciones hacia los Estados Unidos ha representado el 35 % de aumento del PIB en el Japón, el 38 % en la República Federal Alemana y más del 50 % en Francia. En el Reino Unido, la incidencia de las exportaciones en el crecimiento del PIB fue prácticamente nula. Por el contrario, el crecimiento de las exportaciones y su incidencia sobre el PIB fueron muy fuertes en los países de Iberoamérica.

Teniendo en cuenta estos datos, y ante la posibilidad de que la economía de los Estados Unidos creciese a menor ritmo, y de que, por consiguiente, el motor de la exportación en la expansión europea disminuyese, se pensó en la necesidad de que la demanda interna europea creciese para impedir que el ritmo de crecimiento europeo se deteriorase, tanto más teniendo en cuenta que ese crecimiento, en su conjunto (un 2,2 %), no había sido excesivo en 1984.

Para aumentar el crecimiento mundial y conseguir, al mismo tiempo, una evolución más equilibrada, los organismos internacionales y los dirigentes de la

economía mundial creían llegado el momento de que los países industriales que estuvieran en situación de reactivar sus economías lo hicieran, a fin de compensar la desaceleración de la economía de los Estados Unidos. Ahora bien, por motivos diversos, las principales economías industriales –en particular, la República Federal Alemana y el Japón– no parecen estar dispuestas a seguir políticas expansivas, por temor a romper los equilibrios económicos trabajosamente restablecidos en los últimos años.

A continuación se ofrece un breve examen de la situación actual y de las perspectivas de cinco grandes economías industriales.

1. Estados Unidos

El objetivo básico de la administración norteamericana es conseguir, de aquí a 1990, un crecimiento anual del 4 %. En los primeros meses del año actual, y antes de conocerse los resultados del primer trimestre, se esperaba que la economía se recuperaría del relativo estancamiento registrado en la segunda mitad de 1984.

A mediados del mes de marzo, se conocieron las estimaciones provisionales del PIB, referidas al primer trimestre, y se anunció una tasa de crecimiento del 1,3 %. El anuncio produjo consternación. Sin embargo, si se tiene en cuenta la forma de contabilizar el crecimiento del PIB, referido al trimestre anterior, el incremento inferior al esperado era natural. En el primer trimestre, la evolución del sector exterior había sido claramente negativa, puesto que el déficit comercial había aumentado un 17 %. Por otra parte, el deflactor del PIB, por razones técnicas relacionadas con la forma de contabilizar los precios, experimentó un alza anormal, ya que se situó en 5,5 % a tasa anual. Finalmente, por una cuestión técnica relacionada con los ordenadores, las devoluciones fiscales se retrasaron. Los datos referidos a estos aspectos, aparecidos después de las primeras estimaciones, dieron lugar a nuevas rectificaciones a la baja. Primeramente, el Departamento de Comercio rebajó el crecimiento al 0,7 %, y, un mes después, se anunció que el crecimiento del primer trimestre había sido tan sólo del 0,3 %.

Ante el peligro de que la baja actividad se transformase en una recesión –es decir, dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo– la Reserva Federal decidió bajar los tipos de interés, actuando sobre el tipo de descuento.

El clima de pesimismo se atenuó cuando se conocieron las cifras provisionales referidas al segundo trimestre. El Departamento de Comercio anunció que el crecimiento del PIB había sido del 3,1 %, superior al previsto, ya que se esperaba un crecimiento del 2 %. En cualquier caso, es seguro que este crecimiento sufrirá serios recortes, ya que en su composición no se han tenido en cuenta los datos del tercer mes del segundo trimestre referidos al comercio exterior, que, seguramente, serán muy negativos. En efecto, durante el mes de abril y mayo, el déficit combinado ha aumentado en un 12 %. La evolución del comercio exterior, unida a los datos sobre el nivel de existencias en almacén, hace pensar que el crecimiento del PIB para el segundo trimestre difícilmente se situará por encima del 2 %.

Es muy probable que, al finalizar el año, y teniendo en cuenta la rebaja de los tipos de interés, el nivel de crecimiento de la economía esté en torno al 3 %, que, al fin y al cabo, es la tasa potencial de crecimiento de la economía americana a largo plazo. Ahora bien, los resultados de los dos primeros trimestres del año han hecho que la Administración haya abandonado el objetivo de crecimiento del 3,9 %. En efecto, para que este objetivo se cumpliera, sería necesario que durante la segunda parte del año la economía norteamericana creciera al ritmo del 6,1 %, lo cual es poco probable.

Respecto a la evolución de la coyuntura, es indudable que la reciente baja de los tipos de interés, junto con la expansión del crédito, está dando lugar a una demanda de consumo relativamente fuerte, lo cual es importante si se considera que ésta representa el 75 % del PIB. Junto a este dato positivo, están las últimas cifras negativas sobre el mercado de trabajo, que, al tiempo que sitúan un nivel de paro estacionado en el 7,3 %, tasa que no ha variado desde hace un año, reflejan el débil crecimiento del empleo y, por tanto, una economía relativamente débil. Ante esta situación, es evidente que el mantenimiento de la expansión está directamente relacionado con la conducta de la Reserva Federal respecto a la oferta monetaria, a la baja de los tipos de interés y, en particular, al descenso del tipo de descuento. La Reserva Federal está siguiendo, en los últimos tiempos, una política flexible, como lo demuestra el crecimiento de la oferta monetaria medida por M1, que está creciendo desde octubre al 10 %, mientras que la banda de crecimiento está comprendida entre el 4 % y el 7 %. Esta situación ha dado lugar al crecimiento de las reservas bancarias, propiciadas por la Reserva Federal como respuesta a la debilidad de la economía. Las reservas bancarias totales desde diciembre han crecido en un 7,4 %, crecimiento tres veces superior al que experimentaron en 1984.

Seguramente, la Reserva Federal está esperando las cifras definitivas del crecimiento del PIB durante el segundo trimestre para tomar decisiones, ya que, de confirmarse las perspectivas pesimistas, la Reserva Federal se vería forzada a rebajar el tipo de descuento. En realidad, la baja de los tipos de interés es el único instrumento capaz de mantener el ritmo de crecimiento de la economía norteamericana dentro de límites aceptables, ya que el efecto recuperación ha terminado y ha desaparecido el efecto fiscal. Por otra parte, la tendencia de la inflación, estabilizada en torno al 4 %, hace posible la baja de los tipos de interés.

Sin embargo, los márgenes de maniobra de la Reserva Federal son muy estrechos. La baja del tipo de descuento acentuaría la tendencia decreciente del dólar, lo cual podría originar salidas de capital en un momento en que el déficit del presupuesto federal tiende, naturalmente, a aumentar, como resultado de la menor actividad económica. No hay que olvidar que el fuerte déficit se financia con la entrada de capitales extranjeros atraídos por los elevados tipos de interés. Recientemente, el FMI ha calculado que la financiación del déficit se realiza atrayendo hacia los Estados Unidos el 17 % del ahorro mundial. Por otra parte, las últimas predicciones indican que, aun cuando se cumplieran las reducciones previstas, el déficit en 1988 se mantendría en torno a los 150.000 millones de dólares, muy por encima de los 100.000 previstos y cercano a los 200.000 millones del déficit actual.

2. Japón

En 1984, el crecimiento de la economía japonesa fue del 5,8 %. La evolución no fue regular. Durante la primera parte del año, la tasa de crecimiento fue elevada; el motor de esta expansión fue el sector exterior, con un espectacular avance de las exportaciones. En el tercer trimestre, se registró un descenso de la actividad, como resultado de la baja coyuntural del sector exportador, pero tomó el relevo la inversión; finalmente, en el último trimestre, a la fuerte expansión de la inversión se unió, otra vez, el sector exportador, y se produjo una mejoría realmente espectacular en la que la economía creció a una tasa anual del 9,6 %.

Ahora bien, un fuerte crecimiento como el que se produjo en el último trimestre de 1984 anunciaba ya la posibilidad de que en el primer trimestre de 1985 el ritmo de crecimiento fuese bajo. En efecto, así ha sucedido: en el primer trimestre del año 1985, el crecimiento del PIB fue del 0,1 %, situación que refleja la

baja en las exportaciones, en particular cuando éstas se relacionan con el trimestre anterior. El ligero crecimiento del PIB durante el primer trimestre se considera un hecho pasajero, y, en parte, resultante de aspectos contables. Las últimas cifras, referidas al mes de mayo, indican que el ritmo de crecimiento de la economía –tasa anual– está en torno al 5,3 %, tasa superior a la prevista. Originalmente, el gobierno pensó que el crecimiento del PIB en 1985 estuviera en torno al 4,5 %, pero, recientemente, las previsiones se han modificado al alza. Los últimos indicadores económicos presentan un panorama menos optimista, pero la opinión generalizada es que el crecimiento económico, aunque menor que el de 1984, será superior al previsto. Todo hace pensar en una tasa de expansión del PIB cercana al 5 %, aunque para 1986 se espera que el crecimiento sea menor y que se sitúe en torno al 4 %. Tanto la inflación como el paro se mantendrán a los niveles de 1984, es decir, una inflación del 2,5 % y una tasa de paro del 2,6 %.

El esquema de crecimiento para el año en curso será el mismo que el de 1984: por una parte, el sector exterior, aunque es difícil que el ritmo de las exportaciones alcance el 15,8 % de crecimiento de 1984; junto al sector exterior, el otro factor del dinamismo en la expansión de la economía japonesa será la inversión, que en 1984 aumentó en más de un 12 % y que se espera que, en el año fiscal en curso, aumente a ritmos elevados. Mientras tanto, los otros componentes de la demanda desempeñarán un papel residual en la expansión económica. El gobierno se resiste a relanzar la demanda interna, y esto da lugar al estancamiento del consumo privado. La fuerte expansión de la economía japonesa está acompañada de una política económica y fiscal restrictiva. La estructura fiscal no es excesivamente favorable para las empresas, aunque también es cierto que la presión fiscal es la menor de todos los países industriales. Por otra parte, el presupuesto para el año fiscal en curso es tan restrictivo como el de los últimos años; el objetivo es reducir el déficit del presupuesto (del gobierno) al 0,5 % del PIB en 1986. Desde este punto de vista, es claro que el motor del crecimiento tiene que seguir siendo el sector exterior, es decir, la exportación, que representa casi el 35 % del PIB.

Pese a las presiones externas para que el Japón siga una política expansiva tendente a reducir los elevados superávits exteriores y contrarrestar el elevado nivel de ahorro, que ahora se invierte, en gran parte, en el extranjero, el gobierno no parece dispuesto a seguir estos consejos. Su objetivo prioritario es frenar el crecimiento de la deuda, reducir el déficit y mantener la estabilidad de los precios. Sólo en

el caso de que la desaceleración de la economía de los Estados Unidos se transformase en una recesión, el gobierno tomaría medidas reactivadoras de la demanda interna.

3. República Federal Alemana

La economía de la República Federal Alemana destacaba, en el pasado, por sus elevadas tasas de crecimiento; sin embargo, en los últimos diez años, el avance medio anual del PIB ha sido del 1,5 %. En los dos últimos años, la situación tiende a mejorar, pero el crecimiento es aún modesto. En 1983, el crecimiento del PIB fue del 1,4 %; en 1984, del 1,6 %, y para este año se espera un crecimiento del 2,5 %. Durante el mismo período, el nivel de paro —a pesar de la repatriación de los trabajadores extranjeros y de la política de jubilaciones anticipadas— ha pasado del 6,9 % a finales de 1981 al 9,3 %, que es la tasa correspondiente al mes de abril del presente año.

Mientras tanto, y en particular en los últimos años, la República Federal Alemana ha ido consiguiendo niveles *record* de superávit en la balanza de cuenta corriente; la inflación se ha desacelerado, para situarse en torno al 2,3 %, y la política de rigor presupuestario ha permitido que el déficit del sector público represente sólo el 1,5 % del PIB. En estas condiciones, podría considerarse que la República Federal Alemana es una de las economías que están en mejor situación para expansionarse y atenuar, a niveles europeo y mundial, los efectos negativos del menor ritmo de expansión de la economía norteamericana. Sin embargo, es difícil que la República Federal Alemana se lance a una política de expansión a través de un aumento del déficit, que permita una política activa del gasto público de forma generalizada. La realidad es que la memoria colectiva desempeña un papel importante en este aspecto. En 1978, bajo las presiones exteriores, Alemania intentó actuar como locomotora de la economía mundial, y, más tarde, se intentó atenuar los efectos de la crisis mediante el aumento del gasto público. Los resultados fueron negativos, y, en gran parte, sus efectos se hacen sentir en la actualidad. La inflación se situó en el 6 %, el déficit del sector público, que durante años se había mantenido en torno al 3 %, llegó a situarse por encima del 5 %, y, además, el paro continuó aumentando. Esta historia reciente explica la cautela actual de la política económica de la República Federal.

El gobierno piensa que es imprescindible una política financiera que permita reducir la inflación, disminuir el endeudamiento público, y, de esta forma, ayudada por el sector exterior, acelerar el creci-

miento y conseguir, en el futuro, una mejora del paro. Se prevé una baja de impuestos en los próximos años, pero la reducción del déficit continúa siendo el objetivo prioritario, como lo demuestra el reciente proyecto de presupuesto. Esto no excluye, ante la situación de algún sector concreto —en particular, la construcción—, que se tomen medidas cautelosas que permitan que este sector baje su elevada tasa de paro, que representa más del 10 % del paro total, y que la expansión del sector siga a un ritmo más acorde con las otras partes de la economía.

Por el momento, y a pesar del bajo crecimiento del PIB en el primer trimestre, resultante de factores coyunturales transitorios que sólo permitieron un crecimiento del PIB del 0,4 %, se espera que se cumplan los objetivos de crecimiento para 1985, es decir, un crecimiento del 2,5 %, basado fundamentalmente en la fuerte expansión de las exportaciones, que se espera que crezcan un 9 %. Los institutos privados alemanes de coyuntura económica y los llamados Cinco Sabios creen que sería necesario reducir la presión fiscal, adelantando las anunciadas bajas impositivas; pero, por el momento, como ya se ha indicado, el gobierno no parece dispuesto a seguir tales prescripciones. El gobierno sólo estaría dispuesto a correr algún riesgo, si la desaceleración de la economía mundial tuviese incidencias negativas sobre el sector exportador; pero ésta no parece ser la situación, ya que la República Federal Alemana sigue aumentando su superávit exterior.

4. Reino Unido

En el Reino Unido se observa un clima de pesimismo respecto a la evolución de la economía británica. En cierto sentido, esto es comprensible si se tiene en cuenta que la tasa de paro es del 13,4 %, el nivel de la inflación supera el 7 %, y los tipos de interés, después de la escalada de enero, se mantienen aún en torno al 13 %; sin embargo, junto a estos aspectos negativos, otros hechos señalan que la economía británica está pasando por su mejor momento desde hace años.

Como pone de manifiesto el reciente informe de la OCDE, en los últimos tres años el crecimiento medio de la economía británica ha sido el más fuerte de Europa. En 1984, la huelga de la minería del carbón hizo bajar en un punto el crecimiento del PIB, pero, así y todo, se alcanzó un crecimiento del 2,5 %, superior a la media europea. En lo que va de año, mientras las otras economías europeas permanecían estancadas, la tasa de crecimiento del PIB durante el primer trimestre de 1985 ha sido del 3,5 % anual.

La inversión, alentada por las medidas fiscales del presupuesto de hace dos años, está aumentando de forma espectacular, situación que refleja el crecimiento de la productividad, que aumentó en un 9 % en 1984. La producción industrial alcanza los niveles de 1979, cuando se vivía la fase ascendente del último ciclo. La cartera de pedidos de la industria británica es muy fuerte, y el Banco de Inglaterra informa, en un estudio reciente, que los beneficios empresariales son los más elevados desde 1973.

El problema del paro continúa siendo muy serio. Sin embargo, es necesario recordar, por una parte, que el Reino Unido es el país europeo que tiene la tasa de actividad más elevada, ya que se sitúa en el 65 %, mientras que la media de la OCDE es del 59 %; y que, por otra parte —y esto es un hecho muy destacable—, el Reino Unido es el único país europeo donde el empleo está aumentando. En los últimos dos años, se han creado unos 600.000 puestos de trabajo, y se espera que, cuando se recojan los frutos de las medidas tendentes a fomentar el empleo del último presupuesto, se crearán unos 400.000 puestos adicionales. Algunos institutos de investigación económica creen que, en los próximos años, el empleo aumentará en un 3 % anual.

Se espera que, durante la segunda parte del año, continúe la fuerte expansión económica. Aunque el crecimiento previsto es del 3,3 %, algunos institutos privados creen que la tasa de crecimiento del PIB en 1985 será del 4 % e incluso superior.

Aparte del elevado índice de paro, cuya tendencia subyacente es decreciente, según los últimos datos, y de la tasa de inflación, situada en el 7 %, pero con expectativas de que a finales de año esté en torno al 5 %, existen otros problemas preocupantes que condicionan el margen de maniobra de la política económica británica. Por un lado, está el excesivo gasto público, que no cede mientras la inflación decrece. El resultado es que las necesidades de financiación aumentan. Esto hace imposible una política de oferta que prometía la baja de los niveles impositivos. Esta situación es políticamente grave, ya que ésta ha sido una de las promesas electorales orientadas a estimular la economía y rebajar el paro. El otro elemento preocupante es la evolución de la política monetaria. La evolución de M3 no sólo sufre distorsiones que reducen su significación, sino que, además, su crecimiento es excesivo —en los últimos 12 meses, creció un 11,75 %, cuando la banda es del 5 % al 9 %—, en parte como resultado de la expansión del crédito del sector privado. En tal situación, es imposible que se registre la baja de los tipos de interés que amplios sectores económicos reclaman. La realidad es que, desde un punto de vista estrictamente monetario, los

tipos de interés tendrían que subir. Ahora bien, esto implicaría el fin de la fase de fuerte mejora de la economía británica y llevaría a una apreciación del tipo de cambio que tendría efectos negativos sobre las exportaciones, y, por tanto, sobre la expansión económica.

5. Francia

Durante el pasado año, continuaron los esfuerzos para restablecer los equilibrios básicos de la economía francesa y modernizar su estructura industrial. Tanto en la mejora del sector exterior como en la baja de la inflación, los esfuerzos se han visto acompañados por el éxito. Desgraciadamente, el cumplimiento de estos objetivos ha sido posible por el estancamiento de la demanda interna, con influencias negativas en la caída de la inversión. El crecimiento del PIB, basado fundamentalmente en la exportación y en un buen año agrícola, ha sido del 1,5 %, por debajo de la media europea. Como decía un reciente informe del INSEE, «1984 ha significado una nueva etapa en el restablecimiento de los equilibrios económicos y financieros. La tarea que empezó en 1983 ha continuado. El déficit del comercio exterior se ha reducido de nuevo y la balanza por cuenta corriente ha conseguido el equilibrio. La desaceleración ha sido importante en el nivel de precios. El equilibrio financiero de las empresas ha mejorado y se han reducido las necesidades de financiación de la Administración».

Estos favorables resultados han implicado la baja del nivel de vida francés, y el bajo crecimiento económico se ha reflejado en un claro empeoramiento de la situación en el mercado de trabajo. El paro aumentó fuertemente en 1984, mientras en 1983 había permanecido estabilizado.

Para 1985, las perspectivas no son muy favorables, dado el estrecho margen de maniobra que tiene la política económica. Por una parte, es difícil que se repita la buena cosecha agraria, y, con un comercio mundial en baja respecto a los resultados de 1984, es difícil que el sector exportador desempeñe el mismo papel de 1984. Al comenzar el año 1985, el gobierno creía que la tasa de aumento del PIB estaría cercana a la media europea y esperaba un crecimiento del 2 %. Las recientes previsiones de la OCDE dan un crecimiento del PIB de un 1,25 %, pero los institutos privados de coyuntura piensan que no alcanzará el 1 %. La evolución de la economía francesa en el primer trimestre del año muestra que el crecimiento ha sido cero, y, por tanto, lo más probable es que la

economía francesa, por tercer año consecutivo, tenga un crecimiento muy por debajo de la media europea.

El fuerte endeudamiento exterior, el creciente peso de las cargas de la deuda –que representa el 70 % del déficit– y la tendencia al aumento del déficit presupuestario hacen imposible el relanzamiento de la economía. El ministro de Economía ha indicado con claridad que es necesario seguir con una política de rigor, ya que, en otro caso, se pondrían en peligro los logros conseguidos en los dos últimos años. Esta firme toma de posición se refleja en el proyecto de presupuesto para 1986: presupuesto contractivo con reducción del gasto público, lo cual permitirá que el déficit del sector público no supere el 3 % del PIB.

15-VII-1985.

La economía española en el primer semestre de 1985

1. Introducción

La economía española inició el año 1985 en un clima de retroceso, porque la demanda interior no mostraba una recuperación de entidad suficiente para suplir, siquiera parcialmente, el estímulo derivado de una demanda de exportación que daba muestras de debilidad desde el verano de 1984.

La desaceleración en el ritmo de actividad de la economía americana en los trimestres centrales del pasado año incidió negativamente sobre los países de la Comunidad Económica Europea, cuando estos apenas habían iniciado el camino de la recuperación, y coincidiendo, además, con una fase de huelgas y conflictos sociales en Europa, que determinaron un brusco retroceso en su actividad productiva. Aunque, desde mediados de año, los países europeos parecieron recuperar el impulso perdido, y aunque el comportamiento de la economía americana en el cuarto trimestre fue mejor que en el tercero, puede decirse que el contexto internacional se mantuvo, en el conjunto del segundo semestre de 1984, más débil de lo que la economía española habría requerido para sostener un ritmo de exportaciones de cierta importancia (véase gráfico 1).

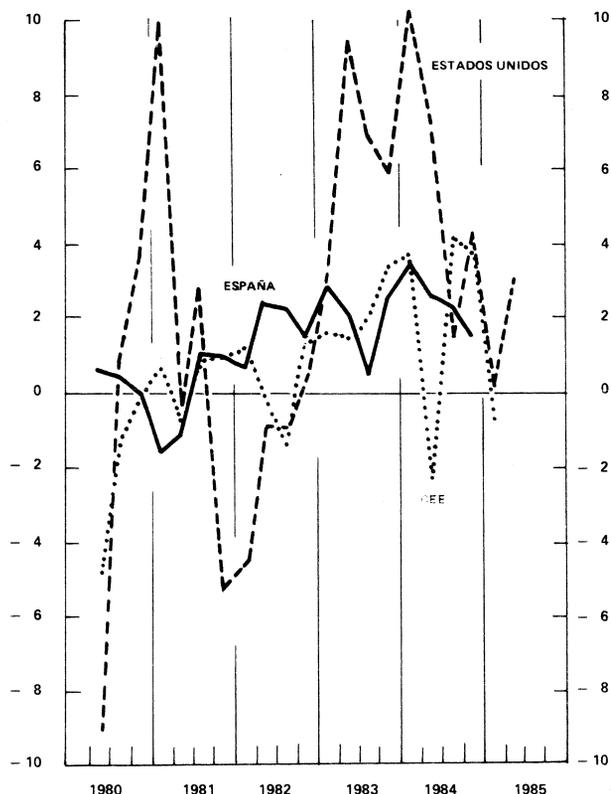
La demanda interior, por su parte, mantuvo, durante todo el año 1984, una tónica de debilidad. El consumo privado, que en algunos momentos pareció iniciar una cierta recuperación en respuesta al desarrollo favorable de la agricultura y a la mejora paulatina de las rentas reales de los ocupados a medida que se desaceleraba la inflación, acusó el intenso descenso del nivel de empleo en el último trimestre del año, reforzando así el impacto, ya negativo en esas fechas, del saldo neto exterior. Y la formación bruta de capital con un sector de la construcción en retroceso, no pudo compensar la debilidad del consumo. En estas condiciones de atonía de la demanda interna y de contracción de la aportación del sector exterior, la economía española terminó el año 1984 en franco retroceso.

Los datos disponibles para el primer trimestre de 1985 indican que, durante el mismo, se detuvo el proceso de deterioro de la actividad productiva, habiendo aparecido indicios posteriores de que, en el segundo trimestre, la economía debió de registrar ya tasas de crecimiento positivas.

Aunque el contexto económico internacional, severamente afectado por unas condiciones climáticas de excepcional dureza, siguió condicionando negativamente las posibilidades de recuperación de la economía española en el primer trimestre de 1985, las ex-

1. Producto interior bruto en España, Estados Unidos y CEE

(Tasas intertrimestrales de variación, elevadas a tasa anual)



portaciones de bienes lograron iniciar lentamente el retorno hacia tasas de crecimiento positivas sobre sus niveles de finales de 1984. Así se compensaba no sólo la evolución negativa de las exportaciones de servicios, sino también las filtraciones hacia la importación de determinadas líneas de la demanda interior, como la de bienes de capital, automóviles y determinados productos intermedios, incluidos los energéticos, cuyas importaciones crecieron por encima de lo que cabría esperar teniendo en cuenta la evolución previsible de sus precios futuros. En conjunto, la aportación neta de la demanda exterior al crecimiento del PIB en los tres primeros meses del año respecto del trimestre anterior debió de ser nula.

La demanda interior, por su parte, en los primeros meses de 1985, mantuvo la tónica de debilidad del año precedente, estimándose también una tasa de crecimiento para la misma en torno a cero, entre el primer trimestre del año en curso y el último de 1984. El consumo acusó el impacto negativo sobre las rentas reales de la aceleración registrada por la tasa de inflación, y la inversión en construcción, en

contra de las previsiones basadas en el cambio de signo previamente observado en las iniciaciones de viviendas y en las licitaciones de obras públicas, sufrió también, como en el resto de Europa, las consecuencias de un clima desfavorable que debió de paralizar o dificultar el curso de las obras. Sólo la demanda de inversión en bienes de equipo siguió en la línea de recuperación ya observada en el trimestre precedente, registrando tasas de crecimiento de cierta entidad —posiblemente, por encima del 10,0%—, pero cuya significación, desde el punto de vista de su aportación efectiva al crecimiento del producto en el corto plazo, hubo de ser todavía poco importante. La demanda de consumo del sector público, que pudo crecer en torno al 2,0 % en términos reales, y una modesta aportación positiva de la inversión en existencias, completan los factores, que, desde el lado de la demanda, contribuyeron al sostenimiento de la producción interior.

En resumen, se estima que el producto interior bruto de la economía española debió de permanecer estancado en el primer trimestre de 1985, lo que supone un crecimiento en torno al 1,5 %, si la comparación se realiza con el mismo período del año anterior. En el segundo trimestre, sin embargo, la información disponible apunta a una recuperación cuya valoración cuantitativa es todavía imposible, pero que se apoyaría en una demanda exterior netamente expansiva, tal como se deduce de los datos de abril y mayo sobre exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

Sin embargo, la evolución previsible de la economía internacional no permite esperar más que una modesta aportación real positiva de las exportaciones para el promedio del año, posiblemente neutralizada por las importaciones. No es posible valorar, por otra parte, con la información disponible, la evolución registrada por la demanda interior en el segundo trimestre del año. Si la evolución del empleo hubiera seguido la línea relativamente menos desfavorable apuntada ya en los datos del primer trimestre, y si la inflación hubiera logrado afianzar, por fin, tal como sugieren los datos de mayo y algunas cifras provisionales de junio, el retorno a una senda de moderación de la que se había desviado de forma importante en los cuatro primeros meses, cabría esperar una cierta recuperación del consumo, en un año de desaceleración de los salarios nominales considerablemente menor que la registrada en 1984. Como es posible que también la construcción empiece a evidenciar los síntomas de mejora que ya se esperaban en el primer trimestre —y los datos parciales disponibles así lo confirman— y como la inversión en bienes de equipo ha debido de seguir registrando tasas de crecimiento positivas, es proba-

ble que, en el segundo trimestre, la economía española haya vuelto a señalar un alentador punto de giro.

Entre los aspectos positivos de la evolución económica reciente, hay que citar también el comportamiento favorable del saldo exterior por cuenta corriente en los cinco primeros meses del año respecto a igual período del año anterior, a pesar del aumento en el déficit comercial, como resultado, sobre todo, de los menores ingresos de exportación en relación con los obtenidos en aquellos meses de 1984 en los que, como se señaló antes, se registró una fuerte aceleración en las ventas españolas de bienes al exterior. La balanza comercial registró, entre los dos períodos de comparación, un deterioro del orden de los 480 millones de dólares, que fue más que compensado por la evolución favorable de la balanza de servicios y, en medida mucho menor, por la de transferencias.

2. Demanda y actividad productiva

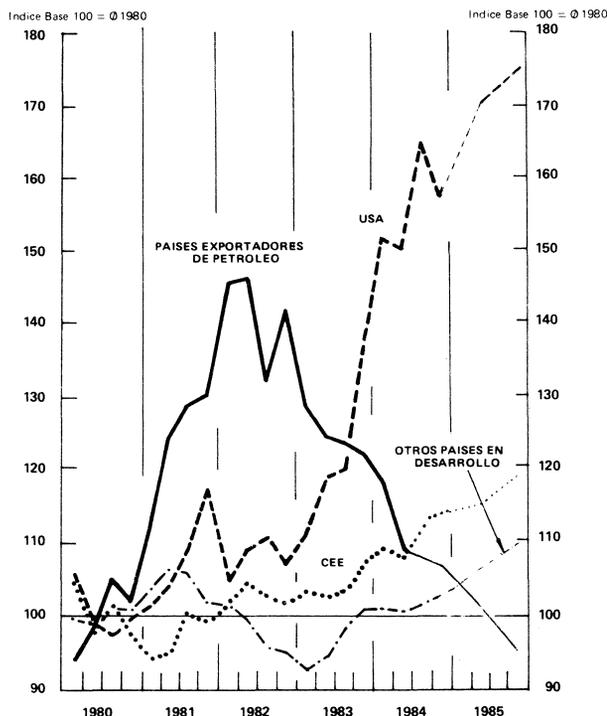
2.1. Demanda exterior

Las exportaciones españolas, que en los primeros meses de 1984 y a impulsos de la recuperación del comercio mundial registraron ritmos de crecimiento extraordinariamente intensos, fueron perdiendo vigor a partir de la primavera, a medida que la economía americana atemperaba su ritmo de aumento con la consiguiente repercusión sobre el resto de las economías industrializadas. Sin embargo, aunque el crecimiento de los países desarrollados fue muy débil en el primer trimestre del año en curso, las exportaciones españolas han mostrado, desde principios de 1985, síntomas de estar iniciando el retorno hacia tasas de crecimiento reales positivas –aunque todavía muy negativas en comparación con los mismos meses de 1984–, más acordes con la senda de equilibrio que las variables económicas relevantes –especialmente, el comercio mundial– permitían esperar. Su ritmo de recuperación en el primer trimestre fue, no obstante, todavía lento, porque al desfavorable contexto mundial se superpusieron diversos factores exógenos de incidencia negativa, como las heladas de primeros de año, que afectaron a distintos productos agrícolas de exportación, y los acuerdos de restricciones voluntarias a la exportación de productos siderúrgicos a EE UU, determinantes de un brusco descenso en el volumen de ventas de estos productos, que en 1984 habían logrado una expansión apreciable. En el segundo trimestre, los datos disponibles hasta mayo sugieren que la tendencia a la recuperación de las exportaciones se fue haciendo

progresivamente más firme, en un clima internacional que también parece haber recuperado el pulso, tras la atonía que caracterizó a los primeros meses de 1985.

En efecto, de acuerdo con los datos de la Dirección General de Aduanas, el valor de las exportaciones españolas en el primer trimestre de 1985 fue de 969,5 m.m., lo que supuso un aumento del 3,2 % respecto a igual período de 1984, y del 11,7 % sobre el trimestre precedente –tasa anual de la serie desestacionalizada–. Los datos de abril y, sobre todo, los de mayo, últimos disponibles, registraron una mejora bastante más apreciable, de tal forma que, aun aceptando que los del último mes citado incorporen una cierta desviación al alza sobre la tendencia a medio plazo, las previsiones de crecimiento medio monetario del segundo trimestre sobre el primero –desestacionalizadas– se sitúan en torno al 33 % anual. Como los datos disponibles sobre la evolución de los precios de exportación correspondientes sugieren un comportamiento muy moderado de éstos, cabe estimar una tasa anual de crecimiento de las exportaciones reales en el primer trimestre, respecto del inmediatamente anterior, en torno al 7-8 %. No se tienen datos de precios para el segundo trimestre del año, pero si la tendencia favorable de los mismos en los

2. Mercados de exportación. Evolución por áreas geográficas



primeros meses hubiese continuado, el ritmo de crecimiento real de las exportaciones en dicho período habría sido apreciable —superior al 25 % anual en relación con el precedente— y ligeramente positivo en su comparación con igual período del año anterior.

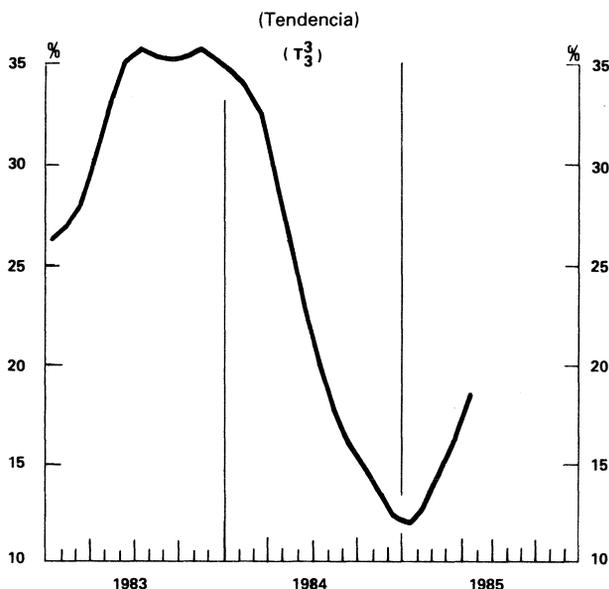
El modesto impacto expansivo ejercido por las exportaciones de bienes en el primer trimestre en relación con el precedente se vio parcialmente neutralizado por el retroceso de los servicios, especialmente por el turismo, aunque en este caso la comparación con igual período del año anterior resulta favorable. Los datos de abril y mayo registran una recuperación importante, que refuerza la línea expansiva de las exportaciones de bienes en este período, de tal forma que, a pesar de la evolución negativa de los primeros meses, la tasa real de aumento del primer semestre sobre igual período del año anterior estaría en torno al 6 % ó 7 %. Los ingresos derivados de la exportación de otros servicios muestran una evolución similar a la del turismo, más débil en el primer trimestre que en abril y mayo.

Se estima que el crecimiento real del conjunto de las exportaciones de bienes y servicios en el primer trimestre de 1985 debió de ser prácticamente nulo, en relación con el trimestre precedente, utilizando, como siempre, datos desestacionalizados. Esto ya supone un cambio de tendencia en relación con el retroceso de la segunda parte del año anterior. En el segundo trimestre, la recuperación fue apreciable, hasta el punto de que la tasa de crecimiento real sobre el trimestre anterior se estima en más del 20 %. No obstante, la tasa de variación real, en el promedio del primer semestre sobre igual período de 1984, será prácticamente nula o incluso ligeramente negativa.

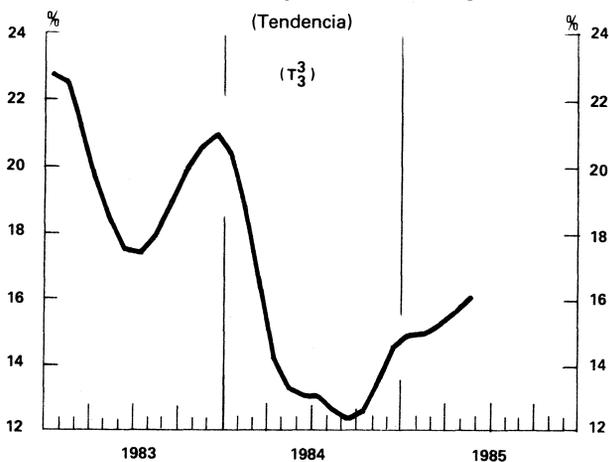
En los cuadros adjuntos, se presenta la información sobre la evolución de las exportaciones de mercancías en los cinco primeros meses del año actual, así como en el mismo período del año precedente, tanto en su distribución por las distintas áreas económicas mundiales como en su estructura por grupos de productos.

Si se hace referencia sólo a aquellos grupos de bienes que tienen una cierta relevancia en cada una de las zonas consideradas, se observa que la caída del valor de las exportaciones de productos vegetales —debido a las malas condiciones climáticas que afectaron a ciertas cosechas al iniciarse el año 1985— influyó de forma apreciable en las exportaciones destinadas a la CEE y a otros países europeos de la OCDE. En estos últimos tuvieron igualmente un retroceso importante las ventas de productos derivados del petróleo y de productos intermedios. El mer-

3. Exportaciones de mercancías



3. Importaciones de productos no energéticos



cado de la CEE resultó también poco propicio para las ventas de bienes de consumo —excepto los automóviles—, algunos grupos de material de transporte y, de nuevo, los derivados del petróleo; pero el resto de los grupos de bienes tuvo una evolución acorde con el desarrollo observado por el comercio comunitario durante el período considerado.

La exportación a los Estados Unidos se vio fuertemente condicionada por las restricciones comerciales impuestas a los productos siderúrgicos, siendo igualmente destacable la caída de las ventas de productos alimenticios que tan buen comportamiento tuvieron en el año precedente. Los bienes de con-

1. Comercio exterior por áreas económicas

mm.

	Importaciones			Exportaciones		
	ENE-MAY 1984	ENE-MAY 1985	% varia- ción	ENE-MAY 1984	ENE-MAY 1985	% varia- ción
OCDE	1.065,0	1.184,3	11,2	1.093,1	1.178,9	7,9
CEE	638,0	744,3	16,7	785,4	870,3	10,8
EE UU	241,3	247,9	2,7	144,4	145,7	0,9
Resto OCDE	185,7	192,1	3,5	163,4	162,9	-0,3
OPEP	476,6	439,0	-7,9	170,7	118,9	-30,3
COMECON	64,1	61,6	-4,0	45,4	67,4	48,7
Resto de América	160,5	217,0	35,2	51,8	64,2	24,1
Resto del Mundo	137,5	235,9	71,6	209,8	235,1	12,0
Total	1.903,6	2.137,7	12,3	1.570,7	1.664,6	6,0

Fuente: DGA.

2. Comercio exterior por grupos de productos

mm.

	Importaciones			Exportaciones		
	ENE-MAY 1984	ENE-MAY 1985	% variación	ENE-MAY 1984	ENE-MAY 1985	% variación
Productos animales y vegetales	78,7	94,3	19,8	186,4	179,8	-3,5
Productos alimenticios elaborados	54,6	63,3	16,0	85,5	80,5	-5,9
Materias primas no energéticas para la agricultura	105,6	80,2	-24,7	12,9	14,3	10,8
Productos energéticos	701,4	795,0	13,3	143,4	150,4	4,8
Otras materias primas no energéticas y productos intermedios	497,1	577,1	16,1	582,0	620,5	6,6
Bienes de consumo	95,4	106,2	11,3	284,5	319,5	12,3
No duradero	34,7	40,5	16,8	130,8	142,7	9,0
Automóviles	17,8	26,2	47,7	125,1	147,9	18,2
Otros duraderos	42,9	39,4	-8,2	28,5	29,0	1,6
Bienes de equipo	367,6	417,4	13,5	264,8	287,6	8,6
Maquinaria	292,0	337,4	15,5	155,5	184,0	18,3
Transporte ferroviario	0,7	0,5	-28,4	1,5	1,6	9,5
Transporte aéreo	12,4	12,6	1,5	14,5	6,7	-53,4
Transporte marítimo	2,3	3,1	31,3	40,2	22,9	-43,1
Transporte terrestre	60,1	63,8	6,1	53,2	72,4	36,0
Otros productos	2,2	4,2	86,9	11,1	11,9	7,9
Total	1.903,6	2.137,7	12,3	1.570,7	1.664,6	6,0

Fuente: DGA y BE.

sumo no duradero y la maquinaria mecánica, por el contrario, mantuvieron tasas de crecimiento importantes en relación con los valores registrados en los mismos meses del año 1984. En general, puede afirmarse que las exportaciones a los Estados Unidos no están teniendo, en el año 1985, una evolución en consonancia con el dinamismo que aún mantienen las importaciones de mercancías de este país.

Si las ventas de productos intermedios al exterior no han tenido un crecimiento inferior en los cinco primeros meses del año, ha sido gracias al fuerte aumento de las mismas en los países del COMECON y

de los grupos llamados «resto de América» y «resto del Mundo». En todos estos países, ha sido también notable el crecimiento de la exportación de maquinaria y, en el último grupo citado, de productos derivados del petróleo, posiblemente debido al aumento de la importación de crudos de petróleo procedentes de la misma zona. Hay que insistir en la recuperación de las exportaciones destinadas a los países del «resto de América», después de unos años de continuo retroceso. La recuperación ha abarcado a casi todos los grupos de bienes relevantes en esos mercados, con la importante excepción del material de transporte marítimo.

Para finalizar este análisis de la exportación por grupos de productos y áreas económicas, queda sólo hacer referencia al continuo y progresivo retroceso de la exportación encaminada a los países de la OPEP. Todos los grupos de bienes con una relevancia mínima en la zona registraron fuertes tasas de variación negativas en pesetas, en el período considerado.

El crecimiento real estimado para las *importaciones de bienes y servicios* en el primer trimestre de 1985, en relación con el trimestre precedente, fue prácticamente nulo, por lo que —dada la también nula contribución de las exportaciones— la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB en dicho período estuvo en torno a cero. Con las cifras disponibles para el segundo trimestre, se observa una cierta recuperación de las importaciones totales respecto del primero, pero de intensidad bastante menor que la estimada para las exportaciones, ya que se prevé una tasa anual de crecimiento real sobre el primer trimestre, desestacionalizada, entre un 5 % y un 6 %. Por tanto, el impacto neto del sector exterior sobre la actividad económica ha debido de ser ya netamente expansivo, en el segundo trimestre de 1985.

Las cifras de la Dirección General de Aduanas sobre las *importaciones no energéticas*, en los tres primeros meses de 1985, ascienden a 770,5 m.m., lo que implica un 11,7 % de crecimiento respecto a igual período del año anterior y una tasa anual del 6,9 % respecto al trimestre precedente, con datos desestacionalizados. En términos reales, estas importaciones permanecieron prácticamente estancadas en el primer trimestre del año, aunque ahora, al contrario que en el caso de las exportaciones, la comparación se realiza con un trimestre que había registrado un crecimiento real muy apreciable. Los datos disponibles para el segundo trimestre del año en curso sugieren que el aumento real volvió a ser positivo, por lo que parece que la tendencia creciente de la importación no energética iniciada en la segunda parte de 1984 continuó en el primer semestre de 1985, aunque con tasas bastante menos intensas que las registradas al comienzo de la misma. Esta evolución, con estancamiento en el primer trimestre y crecimiento moderado en el segundo, responde, en buena medida, al comportamiento de la demanda final, muy débil en el primer trimestre, con tasas de crecimiento positivas sólo en algunos renglones de la inversión en maquinaria y bienes de equipo. En el segundo trimestre, sin embargo, se aprecia ya el impacto sobre las importaciones de la recuperación de la exportación junto al mantenimiento de la tendencia positiva de la demanda de bienes de capital, con el consiguiente crecimiento de las importaciones de

bienes intermedios y bienes de equipo. Las importaciones de algunas líneas de bienes de consumo también muestran cierto dinamismo en el segundo trimestre, lo que podría ser un indicio de que el consumo interior comienza a mejorar; pero esta es una hipótesis que sólo puede formularse con grandes cautelas, ya que tales indicios afectan sólo al consumo no duradero. Las importaciones de duraderos continúan totalmente deprimidas, con la excepción del automóvil, cuya demanda interior, a su vez, tampoco muestra una tendencia positiva, como luego se verá.

Esta estructura por grupos de productos tiene un reflejo inmediato en la composición de la importación procedente de países de la CEE, nuestros principales abastecedores de este tipo de bienes. Hay que destacar, así, en las compras a la Comunidad Europea, las que se refieren a maquinaria, bienes de consumo —excepto los duraderos y los alimenticios—, productos intermedios y productos animales y vegetales. Además de las mencionadas, fueron muy reducidas —y así se muestra en el cuadro de grupos de productos— las importaciones de materias primas para la agricultura y de material de transporte terrestre.

El crecimiento relativamente importante que se observa en la importación de bienes de equipo —en especial, de maquinaria— se reafirma al comprobar que son prácticamente los únicos grupos de productos con crecimiento significativo en las compras procedentes de Estados Unidos y del resto de países de la OCDE. De aquel país, fueron también elevadas las importaciones de carbón y productos intermedios, estas últimas relacionadas, sin duda, con el crecimiento de las exportaciones de empresas norteamericanas con sucursales en España; de los otros países de la OCDE, hay que destacar el importante retroceso en la importación de bienes de consumo duradero.

La *importación de energía* está sometida, por sus propias características, a oscilaciones erráticas que restan todo significado a cualquier intento de análisis en plazos tan cortos como los trimestrales. No obstante, se observa en los meses transcurridos de 1985 una recuperación de cierta entidad en la compra al exterior de productos energéticos, difícil de explicar, dada la evolución registrada por los precios del petróleo en este período y sus expectativas de caída en los próximos meses.

El hecho más significativo que se observa al analizar la evolución de la importación de energía por áreas económicas es el cambio que en los cinco primeros meses del año se ha producido en el origen

del crudo de petróleo importado por España. La gran reducción en la compra de crudos a los países de la OPEP ha sido más que compensada por incrementos muy elevados en las zonas llamadas «resto de América» y «resto del Mundo».

2.2. Demanda nacional

La *demanda nacional* en su conjunto se ha mantenido prácticamente estancada en los primeros meses del año, mostrando luego indicios más positivos.

En contraste con lo sucedido en 1984, la *formación bruta de capital* es el componente de la demanda que parece estar teniendo un comportamiento más dinámico, especialmente en bienes de equipo.

La inversión en construcción ha mostrado un retraso respecto a los ritmos esperados inicialmente, atribuible a los factores climáticos que, al comienzo de 1985, ejercieron un efecto adverso sobre los calendarios previstos de ejecución de obras. La información disponible sobre el sector, que solamente cubre el primer trimestre y, en algunos casos, ni siquiera completo, apunta un deterioro de la actividad en el inicio del año, que resulta contradictorio con las expectativas de recuperación existentes entonces, basadas en la favorable evolución registrada por los indicadores de contratación en los últimos meses del año anterior.

En todo caso, la evolución de los indicadores de construcción en los primeros meses del año no se puede extrapolar al conjunto del primer semestre, y cabe esperar que se haya producido una sensible recuperación a partir de los meses de marzo y abril, existiendo ya algunos indicios de ello. El ritmo de actividad en el sector puede haberse estabilizado, en el conjunto del primer semestre, en los niveles alcanzados en el último trimestre del año anterior, lo que equivale a una caída en torno al 2,5 % respecto al primer semestre de 1984, esperándose cierta recuperación de la actividad en la última parte de este año.

Por subsectores, es el de vivienda el que ha registrado una evolución más negativa en el primer semestre, consecuencia de la importante caída del ritmo de iniciaciones en el año anterior, mientras que los subsectores de obra pública y construcción no residencial privada muestran una evolución más favorable —sobre todo, el primero—, registrando tasas positivas respecto del semestre anterior.

La inversión en bienes de equipo sigue mostrando indicios de recuperación, que se evidencian con mayor o menor intensidad en diferentes indicadores.

3. Construcción: principales indicadores

	Consumo aparente de cemento (*)	Ocupados construcción (*)	Licitación oficial (*)	Viviendas iniciadas	Viviendas terminadas
1983/1982	-3,2	-2,9			
1984/1983	-9,7	-12,3			
1985/1984	-15,0 (b)	-8,8 (c)			
1983 (a)					
I TR	-6,1	-1,3	89.436	54.380	49.020
II TR	10,6	7,3	92.676	57.877	63.358
III TR	-23,4	-6,2	89.808	43.935	55.283
IV TR	-7,9	-10,9	112.337	70.716	59.390
1984 (a)					
I TR	-13,9	-23,1	86.011	48.976	50.571
II TR	-9,5	-12,3	87.100	46.774	55.586
III TR	-3,1	-5,3	96.499	36.910	45.354
IV TR	4,2	-13,0	146.448	69.435	46.363
1985 (a)					
I TR	-29,5	-3,5	104.664	47.947	42.202

Col. 1 y 2: Tasas de variación.

Col. 3: Millones de pesetas.

Col. 4 y 5: Número de viviendas.

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

(b) Último dato disponible: febrero.

(c) Último dato disponible: marzo.

Así, las importaciones de maquinaria mantienen un ritmo sostenido, con tasas reales de crecimiento en torno al 10 % en el primer cuatrimestre respecto al mismo período del año anterior. Junto a ello, cabe destacar los fuertes incrementos experimentados en enero y febrero por el componente de bienes de equipo del índice de producción industrial, aunque la evolución de marzo ha sido negativa. En el conjunto del primer trimestre, la producción interior de bienes de equipo ha crecido a una tasa próxima al 5 % con respecto al mismo período del año anterior. Aunque una parte de esta producción ha sido destinada al exterior, ya que las exportaciones de este tipo de bienes siguen creciendo a buen ritmo, está fuera de duda que cualquier cálculo de disponibilidades para el mercado interior, basado en los datos de producción interior y en los flujos de comercio exterior, conduce a cifras que denotan incrementos positivos relativamente importantes, en torno al 11 % en los cuatro primeros meses de 1985, con respecto al mismo período del año anterior.

A ello cabe añadir que las matriculaciones de vehículos industriales de carga mantienen la tasa de variación positiva y sostenida iniciada en los últimos meses del año anterior, situándose por encima del 9 % para el período enero-mayo, con respecto a los mismos meses de 1984. Por otro lado, la encuesta de opinión sobre la expectativas de inversión en la in-

industria, del Ministerio de Industria y Energía, indica un punto de flexión positivo para el segundo trimestre de 1985, que, aun manteniéndose a niveles todavía modestos, rompe la tendencia negativa arrastrada a lo largo de todo el año anterior. Por último, la encuesta de la CEOE sobre recursos ajenos, costes financieros e inversiones, referida al primer trimestre del año, destaca un cierto incremento de la inversión en dicho período.

En lo que respecta a la inversión pública, su evolución se corresponde con lo programado en los presupuestos para 1985, que no auspiciaban un crecimiento en términos reales. Los resultados de 1985 se verán, no obstante, favorecidos por el hecho de que la ejecución presupuestaria de las inversiones en 1984 fue lenta, y su nivel al concluir el año, bajo. Sin embargo, de este componente de la inversión no cabe esperar una contribución positiva al crecimiento del PIB del presente año.

El nivel de existencias en poder de la industria sí ha contribuido positivamente al sostenimiento de la actividad en los primeros meses transcurridos, en los que se mantuvo e intensificó el proceso de acumulación iniciado en la última parte de 1984.

El total de la formación bruta de capital de nuestra economía puede ofrecer una tasa de crecimiento positiva en la primera mitad del año en curso respecto al semestre anterior, apoyada en la recuperación de la actividad del sector de la construcción, en la acumulación de existencias y en la consolidación de los indicios positivos que la inversión en maquinaria y material de transporte muestra en la actualidad. Por las razones ya apuntadas, los resultados globales del primer trimestre fueron más negativos, y su contribución al crecimiento del PIB, en relación con el trimestre anterior, puede situarse en un entorno muy próximo a cero.

El *consumo privado* no llegó a consolidar la mejora relativa iniciada en la última parte del año anterior. El nuevo tirón experimentado por los precios en los meses iniciales de 1985 supuso una erosión de los salarios nominales, que ha conducido a ritmos de consumo muy bajos en términos reales, a pesar de que las administraciones públicas están desarrollando una actividad redistributiva que propicia el consumo, al favorecer a los perceptores de rentas más bajas. En efecto, las prestaciones sociales están creciendo a ritmos superiores a los proyectados en el presupuesto, destacando en este sentido las pensiones y los pagos por desempleo; estos últimos se han visto incrementados, como consecuencia de las modificaciones introducidas por la ley de agosto pasado

sobre protección por desempleo, que ampliaba el período máximo de cobertura.

Las matriculaciones de automóviles, con datos hasta mayo, confirman el comentario ofrecido en el anterior informe, publicado en el *Boletín Económico* correspondiente al mes de abril último, en el sentido de que los datos muy positivos registrados en marzo podían tener su origen en adelantos transitorios de la demanda, ante el anuncio de futuras elevaciones en los precios de los vehículos. Finalizado este efecto, que se extendió también a abril, una nueva e intensa caída en mayo sitúa el nivel total de matriculaciones, en los cinco primeros meses del año, por debajo de lo observado en el mismo período del año anterior.

Es conocida la ausencia de indicadores sobre el consumo privado, pero resulta muy significativo que las importaciones de bienes de consumo duradero hayan experimentado una fortísima caída, con tasas negativas aun en términos nominales, a la que se unen la gran debilidad del nivel de ventas interiores de electrodomésticos, tanto de línea blanca como marrón, y el hecho de que la evolución del empleo en la industria sea especialmente negativa en los sectores más orientados hacia la fabricación de bienes de consumo.

Todo ello induce a estimar que la evolución real de esta magnitud en la primera parte del año ha sido ligeramente negativa con respecto a los niveles de gasto de finales del año anterior, aunque ha debido de situarse por encima de la registrada en el mismo período de 1984. La evolución futura del consumo puede verse favorecida por el descenso de las retenciones fiscales introducido recientemente, si bien el éxito relativo de estas medidas requerirá que se consolide la quiebra del rebrote inflacionista con que se inició el año en curso.

El último componente de la demanda nacional — el *consumo público* — podría mantener el crecimiento real de 2,5% previsto para el año. No obstante, los datos de los primeros meses, sometidos a fuertes irregularidades, y, en particular en 1984 y 1985, al contraste derivado de la supresión del período de ampliación a partir de aquel año, no permiten confirmar los resultados previstos. Cabe, así, poner de manifiesto que las remuneraciones de personal han crecido con mayor intensidad que lo programado en los presupuestos, y que, por el contrario, en lo que se refiere a las compras de bienes y servicios del Estado, se observa un retraso considerable en la ejecución presupuestaria.

La evolución descrita de los distintos componentes de la demanda nacional conduce a estimar que ésta, en su conjunto, ha debido de experimentar un estancamiento durante el primer trimestre del año respecto al trimestre anterior, que podría llegar, incluso, a tasas de variación moderadamente negativas en términos reales. En los meses siguientes, la evolución habría sido más positiva, especialmente en lo que respecta a la formación bruta de capital fijo, tanto en construcción como en bienes de equipo, con lo que el primer semestre del año habrá cerrado con un nivel equivalente, o ligeramente inferior, al registrado en el semestre inmediatamente precedente, lo que equivale a una tasa de crecimiento positiva sobre el mismo semestre del año anterior.

2.3. Producción

Desde el lado de la oferta, el sector *primario*, en el conjunto del año, puede aportar alrededor de una décima de punto porcentual al crecimiento del PIB en 1985, correspondiente a una expansión del valor añadido bruto, en términos reales, estimada en torno al 2 %, variación que, pese a su modesta apariencia, supone un buen comportamiento del sector, toda vez que se evalúa con respecto a un año –1984– considerado excepcional en cuanto a los rendimientos obtenidos. Esta evolución descansa, básicamente, en los resultados del subsector agrícola y en un moderado descenso en los gastos de fuera del sector, pues la producción ganadera permanecerá prácticamente estancada, y los desembarcos pesqueros observan una ligera reducción.

El valor añadido de la *industria*, excluida la construcción, que en los primeros meses del año se mantuvo a niveles muy bajos, también ha dado después muestras de mayor actividad. La evolución de los indicadores disponibles mostró, en el inicio de 1985, algunos signos contradictorios y de difícil interpretación, que, a medida que transcurren los meses, parecen converger en una dirección: el año comenzó arrastrando el deterioro de la actividad, que se fue generalizando en la última parte de 1984, cuando el decaimiento del estímulo procedente de la demanda exterior no encontró un relevo suficiente en las distintas líneas de gasto interior de nuestra economía. Esta atonía se ha extendido a los primeros meses del año, y hay indicios de que ha comenzado a flexionarse en el transcurso del segundo trimestre.

El índice de producción industrial, disponible solamente hasta marzo, tras un mes de enero muy positivo, ha cerrado el primer trimestre prácticamente al nivel en que se encontraba en el mismo período del año anterior, y con un crecimiento muy modesto res-

pecto al trimestre precedente. El indicador de consumos de energía eléctrica para usos industriales muestra un perfil que se deteriora a lo largo del primer trimestre, alcanzando el punto más bajo en marzo, para crecer en abril y, sobre todo, en mayo. Por otra parte, las encuestas de opinión del Ministerio de Industria y Energía, con datos hasta abril, registran niveles muy bajos en los últimos meses del año anterior y, en éste, hasta marzo, para recuperarse igualmente en abril. En este mismo mes, se detiene el deterioro de la cartera de pedidos señalado en los meses precedentes.

En cuanto al valor añadido de la *construcción*, ya a propósito de la inversión se ha señalado que tanto el ritmo de actividad como el valor añadido generado por el sector han mostrado una evolución desfavorable en el primer trimestre, si bien existen síntomas de recuperación a partir de los meses de marzo y abril, que previsiblemente persistirán a lo largo del año, esperándose que, para el conjunto de 1985, el volumen de inversión se mantenga estabilizado a los niveles alcanzados en el año anterior. No obstante, el hecho de que el subsector que está registrando una menor actividad sea el de vivienda, relativamente más intensivo en mano de obra, hace prever una evolución del valor añadido algo más desfavorable de la que registre la inversión correspondiente.

En el sector de los *servicios*, la información disponible es prácticamente inexistente. El valor añadido

4. Producción industrial: componentes (*)

	Tasas de crecimiento			
	Índice general (c)	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes intermedios
1983/82	2,7	6,3	-5,1	1,7
1984/83	0,9	0,1	-2,9	2,1
1985/84 (b)	0,1	3,0	4,7	-2,7
1983 (a)				
I TR	11,9	28,3	-2,9	40,6
II TR	1,0	5,2	-3,4	-9,0
III TR	-1,5	-5,2	-20,7	-17,3
IV TR	3,2	2,1	2,5	26,4
1984 (a)				
I TR	5,2	-7,5	1,4	9,3
II TR	-7,7	-0,3	-12,4	-9,7
III TR	6,1	20,7	10,7	3,2
IV TR	-1,4	-5,2	8,6	-4,5
1985 (a)				
I TR	3,7	4,1	20,8	4,4

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Último dato disponible: marzo.

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

Fuente: INE.

5. Otros indicadores de producción y demanda (*)

Tasas de crecimiento

	Consumo de energía eléctrica	Matriculación de automóviles	Consumo de gasolina
1983/1982	4,1	2,7	-0,8
1984/1983	4,8	-5,1	-1,1
1985/1984 (b)	0,4	-0,4	0,7
1983 (a)			
I TR	-0,3	9,9	1,6
II TR	12,2	-24,9	-13,2
III TR	1,3	4,1	14,8
IV TR	1,1	1,6	-6,0
1984 (a)			
I TR	19,5	-11,9	10,8
II TR	-9,8	5,6	-9,8
III TR	12,5	3,0	-1,7
IV TR	-6,0	-33,3	-18,5
1985 (a)			
I TR	1,4	51,2	29,0
II TR (b)	-1,1	-11,4	14,3

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

(b) Último dato disponible: mayo.

Fuente: UNESA, INE y CAMPSA.

generado en el primer trimestre ha debido de ser, en términos reales, de magnitud similar al trimestre precedente y modestamente superior al alcanzado en el primero del año anterior, como apuntan la negativa evolución del empleo en los servicios privados y la desaceleración del ritmo de creación de empleo público.

Por subsectores, el primer trimestre ha sido negativo para la actividad turística, que ha registrado una fuerte caída en el número de viajeros entrados, y para la actividad del transporte en su conjunto, mientras que las comunicaciones presentan una evolución positiva. La única información posterior disponible se refiere al turismo y ha sido claramente positiva, indicando una fuerte recuperación. Las expectativas sobre el valor añadido del conjunto de los servicios apuntan hacia tasas de crecimiento moderadas, en línea con las que registrará el resto de la actividad.

3. Empleo

Durante el primer trimestre del año en curso, único para el que existen datos de la Encuesta de Población activa, el empleo total de la economía se redujo en 42.000 personas y el número total de asalariados permaneció sin variación. Estos resultados suponen, por lo tanto, una mejora respecto a lo sucedido en el

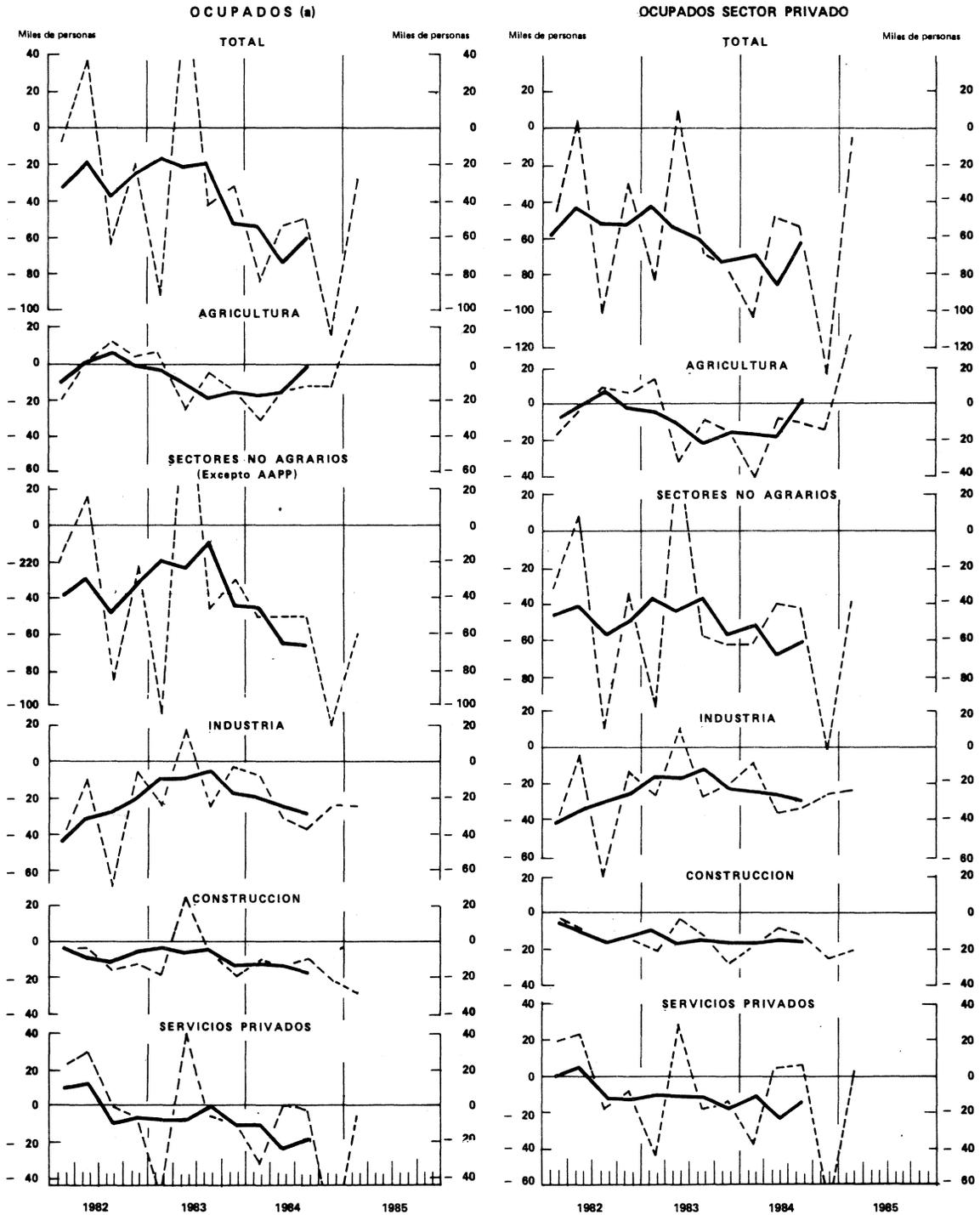
cuarto trimestre del año pasado, período en el que se produjo una intensa reducción del empleo. A dicha mejora ha contribuido particularmente el empleo agrícola de Andalucía y Extremadura, que, como consecuencia de las buenas cosechas, especialmente de aceituna, creció durante el trimestre en 70.000 personas.

El empleo de los sectores no agrarios, excluido el de las administraciones públicas, se redujo durante el primer trimestre del año en 72.000 personas (descenso del 3,5 % respecto al mismo período de 1984), como consecuencia de caídas de 27.000 ocupados en la industria (4,5 % de descenso respecto al primer trimestre del año anterior), 40.000 en la construcción (11,2 % de tasa de variación negativa) y 6.000 en los servicios (-1,9 %). El empleo de los servicios de las administraciones públicas, por su parte, también experimentó un ligero descenso (2.000 personas). Por último, la ocupación de la agricultura creció en 31.000 personas.

Es importante señalar que, como consecuencia del intenso descenso que se produjo en el empleo durante 1984, cualquier disminución del mismo a lo largo de 1985, aunque sea inferior en valor absoluto al correspondiente retroceso del pasado año, se traducirá, no obstante, en más altas tasas medias de descenso. En efecto, basta señalar que, aun cuando el empleo permaneciera, todo lo que queda de año, en el nivel que ha alcanzado en el primer trimestre, la tasa de crecimiento del mismo en 1985 respecto a 1984 sería del -1,5 %. Por lo que se refiere a los asalariados totales y a los asalariados no agrarios, dichas tasas serían del -1,3 % y del -2,3 %, respectivamente.

Durante los dos primeros meses del año en curso, únicos para los que se dispone de datos, el número de trabajadores afectados por expedientes de regulación de empleo creció un 18 % sobre el mismo período del año anterior (158.400 frente a 134.000 en los dos primeros meses de 1984). Los afectados por rescisiones de contrato (14.500 personas) crecieron un 4,3 % sobre los dos primeros meses de 1984; los suspendidos de empleo (99.000 personas), un 41,4 %, y los afectados por reducciones de jornada (44.900) descendieron un 10,7 %. Este recurso a los expedientes de regulación de empleo viene siendo crecientemente utilizado por las empresas durante los últimos años, y, como se ha señalado, esta tendencia continúa durante 1985. En efecto, el número de trabajadores afectados por expedientes de regulación de empleo, que en 1977 alcanzaba a 76.000 trabajadores, creció ininterrumpidamente hasta 1980, en que afectó a 488.000 trabajadores, para reducirse a partir de aquí hasta 1982, año en que alcanzó a

4. Evolución del empleo (Variación en miles de personas)



Fuente: INE.
 — Media móvil de cuatro trimestres.
 - - - Serie desestacionalizada.
 (a). Corregido de empleo comunitario.

455.000 trabajadores, volviendo a registrar un intensísimo crecimiento durante los dos últimos años. En 1984, los expedientes de regulación de empleo afectaron a 695.000 personas, prácticamente un 10 % del volumen total de asalariados de la economía.

El descenso del empleo durante los tres primeros meses del año discurrió paralelamente a un aumento de las colocaciones registradas por el INEM, que pasaron de 389.000 en el primer trimestre de 1984 a 522.000 en el del presente año, reflejando, por lo tanto, un crecimiento del 34,2 %. Este aumento de las colocaciones, que parece haber continuado en los meses posteriores (en el período de enero a mayo, el crecimiento de las colocaciones fue del 31,1 % sobre el mismo período del año anterior), tiene su origen en el crecimiento de las colocaciones acogidas a programas de fomento de empleo. En efecto (véase cuadro 6), como consecuencia de los incentivos que se introdujeron a finales del pasado año (BOE del 9 de noviembre) en el desarrollo de las reformas introducidas en el Estatuto de los Trabajadores en materia de contratación, este tipo de contratos experimentó en el primer trimestre un crecimiento realmente importante (129,3 % sobre el mismo período de 1984), lo que ha provocado que su peso relativo en el total de colocaciones registradas por el INEM haya pasado, del 22,5 % en el primer trimestre de 1984, al 39,3 % en los tres primeros meses de 1985. Aunque es pronto para evaluar cuáles son las consecuencias sobre el empleo de este crecimiento en los contratos temporales, a tiempo parcial, etc., por el momento sí parece que están produciendo un cambio en la estructura del paro. En efecto, según la Encuesta de Población Activa, durante el primer trimestre del año, el crecimiento del paro se centró, prácticamente de forma exclusiva, en las personas anteriormente ocupadas y en los mayores de 25 años, habiendo descendido los parados que buscan su primer empleo y los menores de 25 años.

4. Precios, costes y rentas

Durante los primeros meses de 1985, los costes de producción mantuvieron un ritmo de crecimiento moderado, en continuidad con lo ocurrido durante el año anterior, aunque se redujo considerablemente la tendencia a su desaceleración y surgieron algunas perturbaciones alcistas procedentes del encarecimiento de los *inputs* de origen agrario y de la evolución del tipo de cambio frente al dólar en los meses de enero, febrero y marzo.

Los salarios pactados en convenios colectivos se incrementaron, en la primera mitad del año, en un 7,4 %: solamente una décima por debajo del límite superior de la banda establecida en el Acuerdo Económico y Social. Este ritmo de crecimiento supone una desaceleración muy reducida respecto al año anterior, en el que las tarifas salariales crecieron un 7,7 %. Así, durante 1985, parece haberse detenido la tendencia a la desaceleración del crecimiento nominal de los salarios pactados en convenios colectivos, que durante el año pasado fue cercana a los cuatro puntos. Este estancamiento en la desaceleración puede dar paso, a finales de año, a la aparición de una tendencia de signo contrario, debida a la posible entrada en vigor, con carácter retroactivo, de la cláusula de revisión automática incorporada al Acuerdo Económico y Social.

Los datos disponibles sobre ganancias salariales se refieren a los cuatro primeros meses del año. En este período, el crecimiento de las ganancias salariales se ha mantenido en torno a las tasas moderadas que se habían alcanzado a finales de 1984, tras un importante proceso de desaceleración. La ganancia media por persona en el período febrero-abril de 1985 se incrementó en un 8,1 % respecto al mismo período del año anterior, y la ganancia media por

6. Colocaciones registradas por el INEM

(Enero-marzo de cada año)

	1984		1985		% crecimiento
	Miles	%	Miles	%	
Total	389,2	100,0	522,4	100,0	34,2
Programas fomento de empleo	87,5	22,5	205,2	39,3	129,3
<i>Contratos temporales</i>	61,9	15,9	114,9	22,0	85,7
<i>Contratos a tiempo parcial</i>	9,3	2,4	30,3	5,8	225,3
<i>Otros (a)</i>	16,3	4,2	60,0	11,5	267,6
Colocaciones ordinarias	301,7	77,5	317,2	60,7	10,0

(a) Contratos en prácticas, para la formación, de Colaboración Social, etc.
Fuente: Ministerio de Trabajo, Boletín de Estadísticas Laborales.

7. Indicadores salariales Ø (a)

Tasas de crecimiento

	Ganancia media por hora	Ganancia media por persona	Salarios pactados en convenios	Jornales agrícolas	Coste salarial en la construcción
1981	19,0	15,4	13,2	11,9	15,1
1982	15,4	14,0	11,9	9,3	13,4
1983	15,2	13,7	11,6	9,0	12,3
1984	12,4	9,9	7,7	8,8	10,6
1983					
I TR	11,9	11,1	11,5	6,7	12,8
II TR	13,0	13,6	11,6	6,8	12,3
III TR	19,4	15,8	10,9	10,5	11,6
IV TR	16,5	14,6	11,5	11,8	11,5
1984					
I TR	14,1	14,2	8,3	11,7	12,1
II TR	14,2	10,2	7,8	11,2	10,3
III TR	10,4	7,0	7,4	7,0	10,0
IV TR	11,0	8,6	7,7	5,8	9,8
1985					
I TR	12,3	9,2	7,2	7,6	7,1 (e)
II TR	11,5 (b)	8,1 (b)	7,4 (c)	8,3 (d)	...

(a) Las tasas de variación trimestrales están calculadas sobre el mismo trimestre del año anterior.

(b) Último dato disponible: media móvil febrero, marzo y abril.

(c) Último dato disponible: junio.

(d) Último dato disponible: abril.

(e) Último dato disponible: febrero.

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

hora lo hizo en un 11,5 %. Aunque estas tasas reflejan, en gran parte, el perfil de 1984, el comportamiento de los salarios pactados en convenios colectivos permite prever un crecimiento anual medio de las ganancias por persona entre el 8,5 % y el 9 % en 1985, frente al 9,9 % registrado durante el año anterior.

Con los datos de los primeros meses de 1985, el incremento medio de los costes del trabajo por unidad de producto para el conjunto de la economía nacional puede situarse en un 5 %, lo que supone una modesta reducción respecto al 5,7 % estimado para 1984. De esta forma, la desaceleración de los costes unitarios del trabajo, que fue muy intensa durante el año anterior, puede estar tocando fondo en 1985.

A esta evolución de los costes del trabajo en los primeros meses de 1985 se han superpuesto ciertas perturbaciones alcistas procedentes de otros componentes de los costes de producción. Por un lado, el comportamiento desfavorable de los precios de los productos agrarios, que se analiza más adelante, produjo el encarecimiento de algunos *inputs* intermedios. Por otro lado, la depreciación de la peseta frente al dólar en los tres primeros meses del año introdujo, a su vez, ciertas tensiones alcistas en los costes de algunos de los *inputs* importados. Este fe-

nómeno, sin embargo, no es extrapolable al conjunto de las importaciones, ya que el tipo de cambio efectivo de la peseta frente a las monedas de los países desarrollados no sufrió una depreciación apreciable. Los precios de importación, que durante el año pasado experimentaron una considerable reducción en su tasa de crecimiento desde el 21 % de 1983 hasta el 9,2 %, mostraron, durante los meses transcurridos de 1985, una evolución moderada, pero sin que pueda esperarse una desaceleración significativa de los mismos para el promedio del año.

En síntesis, el comportamiento de los costes se ha caracterizado por una tónica general de moderación, a pesar de la aparición de síntomas de estancamiento en su tendencia a la desaceleración y de ciertas perturbaciones alcistas en algunos de sus componentes. Teniendo en cuenta que, durante 1984, la disminución del ritmo de crecimiento de los costes de producción se anticipó al comportamiento de los precios finales, el mantenimiento de la moderación en su evolución constituía, en principio, una base relativamente sólida para la continuidad, durante 1985, del proceso de reducción de la tasa de inflación. Sin embargo, la evolución de los precios finales durante los primeros meses de 1985 no ha respondido a esta expectativa. En efecto, entre los meses de enero y abril, surgieron ciertas tensiones inflacionistas, y,

aunque el dato correspondiente al mes de mayo ha supuesto un cambio positivo importante respecto de lo ocurrido hasta entonces, parece conveniente reañazar el análisis diferenciado de la evolución de los cuatro primeros meses, para poder valorar así lo que las cifras del mes de mayo implican.

Durante los cuatro primeros meses de 1985, el índice de precios de consumo registró una desviación al alza respecto de su senda de desaceleración. La tasa de crecimiento elevada a anual de la serie desestacionalizada fue del 13,2 %, frente al 9,4 % en el mismo período del año anterior. A pesar de que en algunos países europeos se produjo un fenómeno similar –véase gráfico 5–, el diferencial de inflación entre España y los países de la Comunidad Económica Europea experimentó en esos meses un cierto empeoramiento.

El componente alimenticio del índice desempeñó un papel decisivo en el desarrollo de este rebrote inflacionista en los primeros meses del año. El efecto sobre los precios de frutas y verduras de las heladas registradas en los primeros meses y el fuerte dinamismo mostrado por los precios de algunos productos que no se han visto afectados por estas condiciones adversas –huevos y algunas carnes– contribuyeron decisivamente al intenso crecimiento registrado por el conjunto de los alimentos sin elaborar. Esta evolución responde, en buena medida, a la del índice de precios percibidos por los agricultores, que, hasta el mes de abril, fecha a la que corresponde la última observación disponible, mostró también tasas de crecimiento elevadas.

Sin embargo, las tensiones inflacionistas registradas durante este período no se han circunscrito al

componente alimenticio. El componente no alimenticio ha mostrado síntomas de resistencia a la desaceleración de la inflación. En efecto, aunque la tasa elevada a anual de la serie desestacionalizada correspondiente a este período se mantuvo por debajo de la tasa correspondiente al mismo período del año anterior (un 8,8 % frente a un 9,1 %), parece haberse estancado en los niveles alcanzados al finalizar 1984.

Un análisis desagregado de la evolución de este componente del índice general muestra cómo el comportamiento de los precios de los productos industriales no energéticos fue decisivo en la explicación de este fenómeno. De hecho, estos precios, que comenzaban a mostrar ciertos indicios de desviación respecto a su senda de desaceleración a finales de 1984, registraron, en los meses de marzo y abril, un fuerte crecimiento, a consecuencia, principalmente, de las intensas elevaciones en ciertas rúbricas como vestido y calzado.

La evolución del componente de productos industriales del IPC refleja, en buena medida, lo ocurrido con el índice de precios industriales al por mayor. Al finalizar 1984, los precios industriales presentaban signos de interrupción del importante proceso de desaceleración que habían experimentado a lo largo del año. Los datos correspondientes a los primeros meses de 1985 confirman este cambio de tendencia, ya que la mayoría de sus componentes aceleraron su ritmo de crecimiento en relación a los meses centrales del año anterior. La incorporación a este proceso de los distintos componentes se produjo de manera sucesiva. Primero, fueron los bienes intermedios los que mostraron las mayores presiones inflacionistas; a continuación, tomaron el relevo los bienes de in-

8. Índice de precios de consumo (*)

Tasas de crecimiento

	General (100 %)	Alimentos (40,52 %)	No alimenticios (59,48 %)	Industriales (31,28 %)	Industriales no energéticos (25,96 %)	Energía (5,32 %)	Servicios (28,20 %)
1983/1982	12,2	10,7	13,0	13,4	12,7	16,1	12,6
1984/1983	11,3	12,6	10,6	10,7	10,7	10,5	10,5
1985/1984 (a)	9,7	11,6	8,7	9,0	9,9	5,3	8,2
1984 (b)							
I TR	11,5	14,1	10,1	10,1	10,3	25,0	10,0
II TR	9,0	8,8	9,2	9,2	8,5	11,0	7,5
III TR	11,8	15,6	9,7	10,9	11,2	0,1	9,0
IV TR	6,9	4,0	8,6	9,4	10,9	–	9,0
1985 (b)							
I TR	10,2	15,4	7,4	6,5	8,0	13,6	8,2
II TR	12,0	18,1	8,6	9,4	9,9	9,6	6,5

(a) Media enero-mayo sobre mismo período del año anterior.

(b) Tasas intertrimestrales, elevadas a ritmo anual. Para trimestres incompletos, se calculan como la media de los tres últimos datos disponibles sobre el promedio de los tres meses anteriores.

Fuente: INE.

9. Índice de precios de consumo: España, OCDE y CEE

	Tasas anuales: 12 meses que terminan en						
	DIC 1983	DIC 1984	ENE 1985	FEB 1985	MAR 1985	ABR 1985	MAY 1985
España	12,2	9,0	9,3	9,7	9,5	10,2	9,9
OCDE	5,1	4,8	4,7	4,7	4,8	4,7	—
CEE	7,0	5,6	5,4	5,5	5,7	5,9	—

Fuente: INE y OCDE.

versión, y, finalmente, en los meses de marzo y abril, lo hicieron, sobre todo, ciertas manufacturas de consumo.

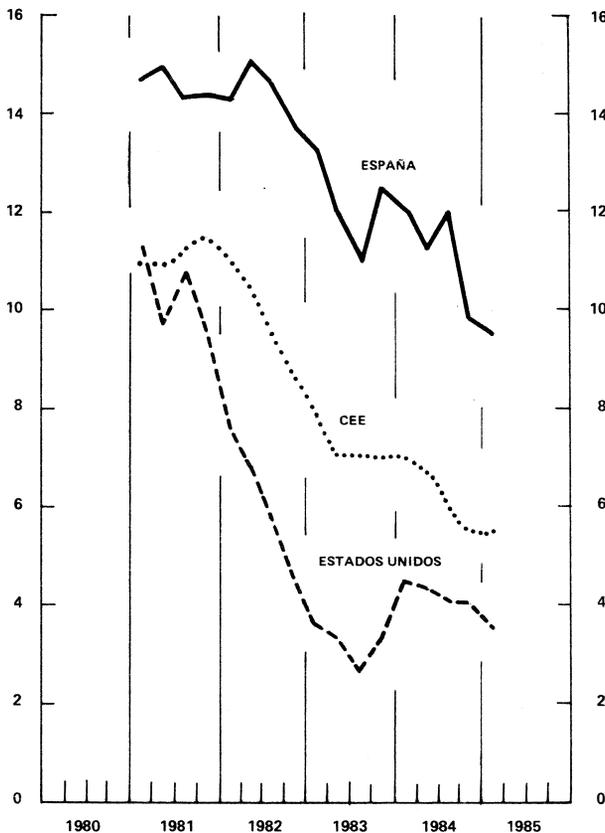
La interrupción del proceso de desaceleración de los precios de los bienes industriales refleja, en cierta medida, la senda de los costes de producción, que,

como se ha dicho anteriormente, parece haber encontrado un fondo de resistencia durante 1985. En este sentido, la desviación de la inflación en los primeros meses del año no obedece exclusivamente a fenómenos locales y transitorios, sino que responde también a un cierto estancamiento en la tendencia a la desaceleración del núcleo subyacente de la inflación interior.

Los servicios, por el contrario, mantuvieron, en términos generales, la tendencia a la desaceleración que había caracterizado su evolución durante 1984. Su crecimiento acumulado en los cuatro primeros meses del año, calculado sobre series desestacionalizadas y elevado a tasa anual, fue del 6,7 %, frente al 8,1 % en el mismo período del año anterior.

5. Precios al consumo en España, Estados Unidos y CEE

(Tasas de variación sobre igual trimestre del año anterior)



10. Otros indicadores de precios

Tasas de crecimiento

	Índice de precios industriales (a)				Índice de precios percibidos por los agricultores (b)
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	
1983/1982	14,0	12,9	13,1	15,0	9,2
1984/1983	12,2	11,2	10,1	13,4	9,7
1985/1984	8,9 (c)	8,2 (c)	8,3 (c)	9,5 (c)	9,4 (d)
1984 (e)					
I TR	13,7	11,3	10,4	16,2	-1,7
II TR	10,8	11,8	8,2	10,8	1,9
III TR	7,9	9,2	9,2	6,7	13,1
IV TR	6,9	7,3	8,9	6,1	-10,1
1985					
I TR	11,0	4,8	6,7	16,3	30,8
II TR	8,8	5,5	8,0	11,2	35,5

(a) Último dato disponible: abril.

(b) Último dato disponible: mayo.

(c) Media enero-abril sobre mismo período del año anterior.

(d) Media enero-mayo sobre mismo período del año anterior.

(e) Tasas intertrimestrales elevadas a ritmo anual. Para trimestres incompletos, se calculan como la media de los tres últimos datos disponibles sobre el promedio de los tres meses anteriores.

Fuente: INE y Ministerio de Agricultura.

Como se ha dicho anteriormente, la evolución del índice de precios de consumo durante el mes de mayo ha supuesto un cambio respecto a la tendencia de los meses anteriores, mejorando significativamente los resultados globales del proceso inflacionista en la parte transcurrida del año. El incremento del índice general, en este último mes del que se dispone de información, fue tan sólo de un 0,3 %. En la evolución por componentes en este último mes, destaca la desaparición de las tensiones inflacionistas ejercidas en los primeros meses del año por el componente alimenticio, y, muy especialmente, por los precios de los alimentos sin elaborar. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos, aunque han experimentado una cierta mejora respecto a su evolución en los meses anteriores, tienden a confirmar el debilitamiento de su tendencia a la desaceleración, en la que se había basado gran parte de la mejora del índice global durante el año pasado.

No obstante, la mejora observada en el mes de mayo refleja la desaparición de las principales tensiones inflacionistas de los meses anteriores y apunta a unas previsiones más favorables para el conjunto del año. Sin embargo, es necesario destacar algunos aspectos significativos de la evolución de la inflación en este período.

El recrudecimiento de las tensiones inflacionistas en los primeros meses del año no parece encontrar justificación suficiente en la evolución de los costes de producción, y los efectos de un clima adverso sólo afectan a una parte reducida de los precios de alimentos sin elaborar. La existencia de numerosas rigideces que facilitan la transmisión de perturbaciones locales y transitorias a la tendencia de la inflación global y a la formación de las expectativas ha podido desempeñar un papel importante. Desde este punto de vista, algunas de las regulaciones que afectan a la formación de los precios, bien de forma directa, bien a través de las restricciones al comercio exterior, han podido contribuir a magnificar estos impactos, como se pone de manifiesto en el apéndice 3 a este informe de coyuntura. Además, hay que destacar que el proceso de desaceleración de la inflación en España se está viendo acompañado de un aumento de la variabilidad de los precios relativos, que refleja la existencia de resistencias localizadas a dicho proceso. En este contexto, los posibles efectos adversos de ciertas formas de regulación pueden adquirir mayor intensidad (véase apéndice 2). Con todo, el comportamiento de los agregados monetarios ha podido obstaculizar, mediante una evolución inadecuada del gasto nominal o por su incidencia en la formación de las expectativas, la aproximación de los precios finales a la senda de moderación de los costes, iniciada durante el año anterior.

5. Sector público: ejecución presupuestaria

Las indicaciones que se han hecho en las páginas anteriores sobre la incidencia de la actividad de las administraciones públicas en la demanda agregada no se sustentan directamente en los resultados de caja de la ejecución presupuestaria del Estado, pues, entre otras razones, la ausencia de período de ampliación a partir de 1984 introduce fuertes discrepancias en la comparación de los gastos públicos de los primeros meses de 1984 y 1985, según se valoren en términos de Contabilidad Nacional o en términos de caja.

Refiriéndose a esta última valoración, las operaciones no financieras del *Estado* en los primeros cinco meses del año arrojan un déficit de 719,4 m.m., que resulta inferior en 30,9 m.m. al de igual período del año anterior, derivándose de unos crecimientos de los ingresos y gastos del 17,7 % y del 10,7 %, respectivamente (véase cuadro 11).

Normalizada en mayo la recaudación de impuestos a efectos comparativos, los impuestos directos muestran un crecimiento del 22,6 %, tasa próxima a las previsiones presupuestarias, aunque se observan desajustes importantes entre previsiones y recaudación, a un nivel más desagregado de estos impuestos. Los que gravan la renta de las personas físicas han crecido en un 25,6 % (31,2 % las retenciones por trabajo personal y -3,5 % las retenciones por rentas de capital), en tanto que los que gravan la renta de sociedades han crecido en un 11,3 % (véase cuadro 12).

El incremento del 14,7 % de los impuestos indirectos queda sensiblemente por debajo de lo presupuestado, registrándose una evolución muy dispar de los distintos impuestos que integran esta rúbrica. Destacan por sus resultados positivos los ingresos por rentas de monopolios (116,3 %, debido, fundamentalmente, al de petróleos) y por ITE (24,9 %), a pesar de que este crecimiento no alcanza el aumento previsto. Los impuestos sobre el consumo y los derechos aduaneros ofrecen crecimientos más moderados (3,1 % y 8,6 %, respectivamente), mientras que los ingresos por transmisiones patrimoniales registran un descenso del 3,5 %. También muestran descensos hasta mayo las tasas (9,9 %) y las transferencias (1,2 %).

La evolución de los pagos del Estado hasta mayo está dominada por dos hechos con efectos contrapuestos. Por un lado, el pago de intereses, cuyo crecimiento (del 276,6 %) está determinado por los inte-

reses correspondientes a las voluminosas emisiones de pagarés del Tesoro de los primeros meses de 1984, y, por otro, la supresión del período de ampliación desde 1984, que ha originado un descenso acusado de los pagos en 1985 en comparación con los de 1984, aunque también intervienen otros factores como el ritmo de ejecución presupuestaria y los pagos que todavía se efectuaron en ese año, en cumplimiento de la ley 3/1983. De este modo, el crecimiento mencionado del 10,7 % queda convertido en un descenso del 4,3 para los pagos distintos de los intereses, incidiendo el mismo con desigual intensidad en las distintas rúbricas (véase cuadro 13).

El consumo público ha disminuido en un 7,9 %, pero, mientras las remuneraciones de personal han crecido en un 0,5 %, las compras de bienes y servicios han descendido en un 46,6 %, reflejando un retraso considerable en la ejecución presupuestaria. Las transferencias corrientes muestran un crecimiento nulo, aunque la evolución, según los entes destinatarios, ofrece contrastes acusados. Por último, los gastos de inversión registran una caída del 37,0 %, que afecta a las inversiones reales (45,2 %) y a las transferencias (32,1 %), aunque cabe matizar que las primeras muestran una ejecución comparativamente rápida con respecto al año anterior, y que, en el caso de las segundas, ocurre lo contrario.

Las operaciones no financieras del sistema de la *Seguridad Social* (incluido el Desempleo) en el primer trimestre se han saldado con un superávit de

11. Estado. Ingresos y gastos

	ENE-MAY	
	Importe	
	1984	1985
Saldo operaciones no financieras (a)	-750,3	-719,4
Ingresos	1.594,0	1.876,3
<i>Impuestos, tasas y otros ingresos</i>	1.471,7	1.719,2
<i>Transferencias</i>	66,7	65,9
<i>Otros ingresos</i>	55,5	91,2
Gastos	2.344,3	2.596,0
<i>Consumo público</i>	548,0	504,9
<i>Transferencias corrientes</i>	1.289,1	1.289,8
<i>Gastos de capital</i>	495,8	312,3
<i>Otros gastos</i>	11,5	489,0
Financiación (b)	750,3	719,4

(a) Se corresponde con el concepto «necesidad de endeudamiento neto» del capítulo XIV del *Boletín Estadístico* del Banco de España.

(b) Véase detalle en el cuadro 19.

12. Estado. Ingresos no financieros

m.m. y %

	ENE-MAY		
	Importe		Crecimiento 85/84
	1984	1985	
INGRESOS NO FINANCIEROS	1.594,0	1.876,6	17,7
Impuestos directos	622,2	762,2	22,6
<i>S/ Renta personas físicas</i>	520,7	653,8	25,6
<i>Ret. trabajo personal</i>	435,1	570,9	31,2
<i>Ret. rentas del capital</i>	63,6	61,4	-3,5
<i>Fraccionamientos</i>	14,9	22,1	48,2
<i>Cuota diferencial</i>	7,0	-0,6	-108,7
<i>S/ Renta de sociedades</i>	82,9	92,3	11,3
<i>Ret. rentas del capital</i>	63,6	61,4	-3,5
<i>Cuota diferencial</i>	19,3	30,9	59,9
<i>S/ el capital</i>	6,9	3,8	-44,7
<i>Sucesiones</i>	6,5	3,5	-46,1
<i>Patrimonio</i>	0,4	0,3	-20,7
Otros	11,7	12,6	7,7
Impuestos indirectos	780,0	894,4	14,7
<i>Trans. Patrim. y Ac. Jur. Doc.</i>	45,6	44,0	-3,5
<i>ITE</i>	279,7	349,3	24,9
<i>S/ Consumo</i>	255,9	263,7	3,1
<i>Especiales</i>	179,7	189,5	5,5
<i>Lujo</i>	76,2	74,2	-2,6
<i>Aduanas</i>	178,9	194,3	8,6
<i>Monopolios</i>	19,9	43,0	116,3
Tasas y otros ingresos	69,5	62,7	-9,9
Transferencias	66,7	65,9	-1,2
Otros ingresos	55,5	91,2	64,2
<i>Intereses de Dot. Cto. Oficial</i>	30,5	34,9	14,3
<i>Dividendos y otras rentas</i>	2,0	0,8	-58,3
<i>Otros</i>	23,0	55,5	141,0

43,8 m.m., inferior en 77,6 m.m. al del primer trimestre del año anterior. Los ingresos han crecido en un 12,4 %, ligeramente por encima de lo presupuestado, en tanto que el crecimiento de los pagos (del 24,8 %) supera ampliamente, hasta el momento, lo proyectado presupuestariamente.

En los ingresos (véase cuadro 14), el crecimiento del 9,6 % en las cotizaciones se descompone muy desigualmente según los distintos regímenes, reflejando parcialmente las modificaciones de los tipos de cotización adoptadas para 1985, aunque se aprecian también algunos desajustes significativos entre las previsiones presupuestarias y la recaudación efectiva. Las cotizaciones del régimen general han crecido en un 5,6 %, correspondiendo unos crecimientos del 5,3 % a las cotizaciones de los empresarios y del 7,1 % a las de los trabajadores. Las cotizaciones del régimen especial agrario registran un

fuerte avance (40,7%), en tanto que las del régimen de los trabajadores autónomos crecen moderadamente (10,7%). En lo que atañe a las cotizaciones por desempleo, han permanecido estancadas, a pesar de estar previsto un aumento. Cabe resaltar, por último, que se observa una diferencia acentuada entre los crecimientos del conjunto de las cotizaciones empresariales (7,9%) y el de las pagadas por los trabajadores por cuenta ajena (17,3%). La diferencia se explica por los cambios en los tipos impositivos, pero queda magnificada por las cotizaciones, a partes iguales, al Fondo de Solidaridad, que han supuesto, en el primer trimestre, 5,8 m.m., de los 40,0 m.m. de la aportación prevista de empresarios y trabajadores. En cuanto a las transferencias prove-

nientes del Estado, el crecimiento en el primer trimestre ha sido del 26,2%, resultado de unos aumentos del 14,8% de las de la Seguridad Social y del 66,0% de las del Desempleo. El fuerte crecimiento de estas últimas está cubriendo la ampliación apreciable de la brecha entre cotizaciones y prestaciones.

El crecimiento tan considerable de los pagos, sin perjuicio de que pueda estar poniendo de manifiesto un desajuste entre las previsiones y los pagos que ha de afrontar la Seguridad Social, debe atribuirse a las irregularidades propias de los primeros meses del año. Sólo recurriendo a ellas pueden explicarse las diferencias con las previsiones y el fuerte crecimiento que han experimentado las remuneraciones de personal o las compras de bienes y servicios, en lo que respecta a la clasificación económica de los gastos, o las prestaciones sanitarias, en lo que atañe a su clasificación funcional (véase cuadro 15). El incremento de éstas (46,3%) excede intensamente de lo presupuestado y rompe la austeridad con que se diseñó el presupuesto. El crecimiento de las prestaciones económicas supera también las previsiones

13. Estado. Gastos no financieros

m.m.y %

	ENE-MAY		
	Importe		Crecimiento 85/84
	1984	1985	
TOTAL GASTOS	2.344,3	2.596,0	10,7
Consumo público	548,0	504,9	-7,9
Remuneraciones de personal	451,3	453,3	0,5
<i>Sueldos</i>	333,2	352,8	5,9
<i>Clases pasivas</i>	118,0	100,5	-14,8
Compra de bienes y servicios	96,7	51,6	-46,7
Transferencias corrientes	1.289,1	1.289,8	0,1
OAA (excepto INEM)	101,1	99,8	-1,2
OAC e I	60,3	50,4	-16,4
Seguridad Social	311,0	370,5	19,1
INEM	156,0	139,1	-10,9
Entes territoriales	234,2	226,5	-3,3
Empresas (a)	345,2	352,8	2,2
Familias e ISFL	66,6	48,8	-26,7
Otras	14,7	1,9	-87,3
Gastos de capital	495,8	312,3	-37,0
Inversiones reales	187,0	102,5	-45,2
<i>Defensa</i>	74,9	68,8	-8,1
<i>Civiles</i>	112,1	33,7	-70,0
Transferencias	308,8	209,8	-32,1
OAA	64,8	48,2	-25,7
OAC	86,9	82,0	-5,7
<i>Entes territoriales</i>	73,2	25,4	-65,3
<i>Empresas</i>	76,2	48,3	-36,6
Otras	-	-	-
Intereses	125,8	473,8	276,5
Pagarés del Tesoro	31,1	319,0	-
Deuda negociable a medio y largo plazo	32,5	63,8	96,4
Deuda no negociable	40,4	47,1	16,7
Créditos exteriores	21,9	44,0	100,5
Otros (sin clasificar y operaciones pendientes de pago)	-114,4	15,2	-

(a) Incluidos los pagos por desgravación fiscal a la exportación.

14. Sistema de la Seguridad Social

Ingresos no financieros

	ENE-MAR		
	Importe		Crecimiento 85/84
	1984	1985	
TOTAL	869,6	977,7	12,4
Cotizaciones	647,8	710,1	9,6
Régimen general	435,1	459,6	5,6
<i>Empresarios</i>	365,0	384,4	5,3
<i>Trabajadores</i>	70,1	75,1	7,1
Régimen especial agrario	18,3	25,8	40,7
<i>Empresarios</i>	6,1	8,5	40,4
<i>Trabajadores</i>	12,3	17,3	40,9
Rég. trabajadores autónomos	52,3	57,9	10,7
Otros regímenes	16,6	30,9	85,8
<i>Empresarios</i>	12,8	21,5	67,7
<i>Trabajadores</i>	3,8	9,4	146,7
Accidentes de trabajo	42,7	42,7	-
Desempleo	82,8	93,2	12,6
<i>Empresarios</i>	68,5	77,2	12,6
<i>Trabajadores</i>	14,3	16,1	12,6
Transferencias del Estado	205,5	259,0	26,0
A la Seguridad Social	160,5	184,3	14,8
Al desempleo	45,0	74,7	66,0
Otros ingresos	16,2	8,6	-46,9
Pro memoria:			
Cotizaciones de empresarios	495,1	534,3	7,9
Cot. de trabaj. por cta. ajena	100,5	117,9	17,3

iniciales, a lo que han contribuido la evolución de las pensiones, cuyo crecimiento ha sido del 14,9 %, y los pagos para protección por desempleo, cuyo aumento (46,8 %) está relacionado con la prolongación del período máximo de percepción del seguro, de acuerdo con la ley de agosto pasado, y, por supuesto, con el aumento del paro. El número de pensionistas ha crecido en un 3,8 %, entre los primeros dos meses de 1984 y 1985, y los perceptores de la prestación por desempleo total se han incrementado, entre los primeros trimestres, en un 13,6 %. Por el contrario, las restricciones presupuestarias para el resto de las prestaciones económicas se resaltan cuando se tiene en cuenta lo sucedido en el primer trimestre, y así, los pagos por incapacidad laboral transitoria se han reducido en un 33,9 %, y los que cubren la invalidez provisional, en un 25,6 %.

La no disponibilidad de datos sobre el déficit no financiero de los *otros organismos de las administraciones públicas* impide su inclusión en este epígrafe. No obstante, como se verá en el epígrafe 7, los datos financieros parciales referidos a los mismos sugieren

15. Sistema de la Seguridad Social

Gastos no financieros
Clasificación funcional

	ENE-MAR		
	Importe		Crecimiento 85/84
	1984	1985	
TOTAL	748,2	933,9	24,8
Prestaciones económicas	565,0	670,9	18,7
Pensiones	384,2	441,3	14,9
<i>Régimen general</i>	205,9	242,7	17,9
<i>Rég. trabajadores autónomos</i>	32,3	36,3	12,4
<i>Reg. especial agrario</i>	104,5	114,8	9,8
<i>Otros regímenes</i>	41,6	47,6	14,5
Incapacidad laboral transitoria	24,6	16,3	-33,9
Invalidez provisional	13,6	10,1	-25,6
Protección a la familia	5,7	3,6	-36,4
Desempleo	134,4	197,3	46,8
<i>Entregas</i>	92,3	144,3	56,3
<i>Cotizaciones</i>	33,3	44,8	34,6
<i>Bonificaciones en cotizac.</i>	8,8	8,3	-6,3
Otras	2,5	2,3	-9,7
Prestaciones sanitarias	161,2	235,8	46,3
Asistencia sanitaria	158,2	232,1	46,7
<i>A domicilio</i>	53,1	70,3	32,5
<i>En instituciones cerradas</i>	62,3	89,3	43,2
<i>En instituciones abiertas</i>	12,6	19,7	56,0
<i>Con medios ajenos</i>	30,2	52,7	74,9
Otras prestaciones	3,0	3,7	25,7
Otras prestaciones sociales	5,3	6,8	28,8
Gastos de administración	16,7	20,3	22,0

que su saldo no financiero puede estarse deteriorando.

6. Financiación de la economía y política monetaria

En el campo de la financiación de la economía, el año 1984 terminó en condiciones que apuntaban hacia una evolución relativamente poco problemática en los primeros meses de 1985. Frente a un crecimiento del 14 % de los activos líquidos en manos del público en 1984, se programó una senda de expansión de dicha magnitud centrada en el 13 %, con unos límites superior e inferior del 14,5 % y el 11,5 %, respectivamente. De un modo paralelo, a la vista de la evolución probable de los activos líquidos que no forman parte de las disponibilidades líquidas, se previó un crecimiento de éstas del 11 %, también con unos límites superior e inferior, respectivamente, del 12,5 % y el 9,5 %. Esta expansión monetaria —compatible con un crecimiento real del orden del 2,5-3 %, con un aumento de precios de consumo del orden del 7-8 % a lo largo del año y con un descenso de la velocidad de circulación— debía ser suficiente para financiar el déficit público, que, si bien más moderado que en el año precedente, iba a ser muy importante, y un crecimiento de la aportación de fondos al sector privado del orden del 8-9 %. No se preveía un incremento apreciable de los activos exteriores netos del sistema crediticio, ya que a las estimaciones de un superávit de la balanza de pagos corriente del orden de los 1.500-2.000 millones de dólares se contraponía, a la vista de la mejora de las condiciones financieras internas y de la probable evolución del tipo de cambio de la peseta, la previsión de un importante proceso de reembolso, por parte tanto del sector público como del sector privado, de créditos recibidos del exterior. El fuerte descenso experimentado por los tipos de interés aparecía como un importante logro del año 1984, y se alimentaba la esperanza de que, en los primeros meses de 1985, todavía se alcanzarían resultados adicionales en esa dirección, al transmitirse a los tipos activos de las entidades bancarias, que habían mostrado cierta resistencia a la baja, los descensos observados en los restantes tipos de interés. En fin, las fuerzas que condujeron en 1984 a una significativa apreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta estaban remitiendo, y ello permitía esperar que no prosiguiera un fenómeno que podía perjudicar a la competitividad de las exportaciones españolas.

La evolución observada en los primeros meses de 1985 —conocida, en algún caso, hasta el mes de junio, y, en la mayoría de ellos, sólo hasta los meses

de mayo o de abril— ha confirmado en buena medida las previsiones en que se asentaba la programación financiera del año, pero ha aportado también novedades menos favorables de lo esperado. Esos elementos desfavorables se centran en cuatro puntos: un incremento de las necesidades de endeudamiento del sector público mayor que el inicialmente previsto, una evolución de los precios menos favorable que la esperada, un proceso de expansión monetaria mucho más vivo que el programado, y, más recientemente, un rebrote alcista de los tipos de interés, como consecuencia de intentos de contener la aceleración del crecimiento de los agregados monetarios.

No se dispone de estimaciones precisas sobre la evolución, en los primeros meses de 1985, de los excedentes de ahorro e inversión de los diversos agentes de la economía. En el cuadro 16, se resume la información fragmentaria disponible al respecto, que, si bien dista, en cobertura y calidad, de la contenida en las cuentas financieras anuales, permite obtener una imagen aproximada de la evolución de aquellas magnitudes.

Los datos relativos al período enero-abril permiten afirmar que la situación general no ha experimentado cambios fundamentales en relación al año 1984, aunque sí se han ahondado algunos desequilibrios. El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos no era, hasta abril, fundamentalmente distinto del de un año antes, aunque presente, por razones estacionales, un signo deficitario, contrario al excedente previsto para el conjunto del año. La situación deficitaria de las administraciones públicas parece, por el contrario, haberse agrandado notablemente en 1985 con relación al mismo período de 1984. Hasta el mes de abril, el saldo deficitario de las operaciones no financieras del Estado era inferior al del mismo período de 1984, aunque esa comparación estaba afectada por un importante cambio en el calendario de recaudación fiscal. La incorporación a las cuentas de las administraciones públicas de las cuentas bancarias restringidas de recaudación hace desaparecer, en cuanto al déficit estatal de operaciones no financieras, las diferencias entre ambos años. Conviene destacar, con todo, que esa semejanza oculta un importante deterioro de los pagos por intereses (en parte, real, y, en parte, debido a la acumulación en 1985 de los intereses de los pagarés emitidos en 1984, que no son objeto de periodificación en las cuentas del Estado), compensado por una mejora del saldo de las restantes operaciones no financieras del Estado. Sin embargo, tanto el saldo de operaciones no financieras del sistema de la Seguridad Social (sólo disponible hasta marzo) como la contrapartida de los flujos financieros identificados de otros agen-

16. Estimación de las necesidades netas (-) de financiación

mm.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1984	1985	1984	1985
1. Excedente global de la economía (2+3+4) (a)	-76	-86	...	...
2. Administraciones públicas (b)	-275	-515	...	...
Estado (f)	-752	-501	-750	-719
Cuentas restringidas de recaudación (h)	232	-29	-21	-56
Seguridad Social (c)	121	44	...	...
Otros (d)	124	-29	242	52
3. Sector privado (b) (g)	178	539	491	841
Variación de activos	253	928	652	1.335
Variación de pasivos	75	389	161	494
4. Otros no identificados (e)	21	-110	...	...

- (a) Según registro de caja.
 (b) Contrapartida de flujos financieros identificados.
 (c) Datos para enero-marzo.
 (d) Contrapartida de emisiones, créditos bancarios y depósitos de organismos autónomos administrativos, entes autonómicos y corporaciones locales (incluye ciertas cuentas de empresas públicas no computadas entre las del sector privado).
 (e) Excedente de las instituciones financieras, flujos financieros no identificados y discrepancias estadísticas, entre las que destacan las relacionadas con la contabilización de los instrumentos emitidos a descuento por su importe efectivo (sector público) o nominal (sector privado).
 (f) Véase detalle en el cuadro 19.
 (g) Véase detalle en el cuadro 22.
 (h) Cuentas en las entidades bancarias, donde se recogen transitoriamente los impuestos pagados por el sector privado, hasta su ingreso por aquéllas en la cuenta del Tesoro en el Banco de España.

tes de las administraciones públicas (organismos autónomos, entes autonómicos y corporaciones locales) muestran un importante deterioro de los excedentes positivos alcanzados, durante el período de referencia, en el año 1984. La incorporación de estos flujos conduce, así, a que, para el conjunto de las administraciones públicas, se estime una necesidad de endeudamiento neto, en el período enero-abril, de 515 m.m. en 1985, frente al de 275 m.m. del año 1984. Esta evolución es coherente con el hecho de que la estimación del excedente positivo del sector privado (empresas no financieras y familias), obtenida a partir de los flujos financieros identificados de dicho sector, muestre una importantísima mejora, desde los 178 m.m. de 1984 a los 539 m.m. de 1985. Es casi seguro que esta mejora está exagerada, ya que una parte sustancial del deterioro, entre 1984 y 1985, de los excedentes no identificados (línea 4 del cuadro) debería aparecer, en una estimación más refinada de los datos, imputada al sector privado. Pero, aun contando con este factor, subsistiría una considerable mejora del excedente del sector privado, como contrapartida inevitable del deterioro del défi-

cit público y del mantenimiento del excedente exterior del conjunto de la economía.

Los datos, aún más fragmentarios, que recoge el cuadro 16 para el período enero-mayo parecen indicar una persistencia de la situación ya comentada, en la que contrasta la estabilidad del déficit del Estado con una reducción aún mayor del superávit estimado para el agregado de «Otros» agentes de las administraciones públicas.

El crecimiento acumulado, a partir del mes de diciembre de 1985, de los activos líquidos en manos del público, que, con 17,2 % en tasa anual, se había situado, ya en el mes de febrero, por encima de la banda superior de los objetivos programados, se mantuvo, con una ligera desaceleración, por encima del 16 % en todos los meses siguientes, para elevarse de nuevo, en cifras provisionales, al 17,2 % en el mes de junio. Esta evolución se explica por el efecto expansivo del sector público, superior al previsto.

El importante descenso de los tipos de interés alcanzado en 1984, unido, por un lado, a la preocupación por un nivel de la demanda privada de crédito que daba señales de debilidad, y, por otro, a la inquietud por los efectos adversos sobre el déficit público de una elevación del coste de la financiación de mercado del Estado, han llevado, en los meses iniciales del año, a un esfuerzo del Banco de España por prolongar el descenso de los tipos de interés. Desgraciadamente, tal esfuerzo ha tenido que interrumpirse ante el crecimiento excesivo de la liquidez de la economía. La cómoda situación en que se encontraba la balanza de pagos, como resultado de su evolución en 1984, es otro factor que explica la política monetaria desarrollada en estos meses iniciales del año. En efecto, la importante tendencia existente al reembolso, anticipado en muchos casos, de la financiación exterior, se ha contemplado como una deseable compensación de la evolución, de signo contrario, de 1984.

Así, en los meses iniciales del año, el Banco de España prosiguió la misma política de regulación monetaria practicada en los meses finales de 1984, reduciendo ligeramente sus tipos de interés de intervención. A finales de enero y principios de marzo, introdujo pequeñas reducciones en sus tipos de cesiones temporales de pagarés del Tesoro a tres meses; y, avanzado el mes de febrero, procedió a una pequeña disminución del tipo de interés de sus préstamos de regulación a un día. Por su parte, el Tesoro resolvió las subastas de sus pagarés a tipos de interés ligeramente decrecientes, a costa de colocar volúmenes de los mismos cada vez menores, y, a partir

de mayo, de limitar prácticamente sus colocaciones a las demandas que hacía el Banco de España para cubrir su necesidad de títulos, a efectos de instrumentar las intervenciones mediante la cesión temporal de los mismos. La política de oferta totalmente elástica de activos de caja, a los tipos prefijados, condujo, dadas las fuerzas que empezaban a impulsar el proceso de expansión de los activos bancarios, a un ritmo muy vivo de creación de liquidez de base (incluyendo, a finales de enero y de abril, dos episodios de grandes excedentes transitorios de activos de caja y desplome de los tipos interbancarios a un día) y a un aumento de los pasivos computables en el coeficiente de caja superior al programado. Por otra parte, la programación del crecimiento de los pasivos computables estaba resultando excesiva, dado que el crecimiento de los activos líquidos en manos del público no sujetos a coeficiente de caja (pagarés del Tesoro y cesiones temporales de los mismos) iba alcanzando, mes a mes, cifras bastante superiores a las previstas. Todo ello explica, básicamente, la aceleración observada en el crecimiento de los agregados monetarios.

La evolución monetaria de los meses iniciales de 1985 ha estado también marcada por las expectativas creadas por la aprobación, que efectivamente tuvo lugar a finales del mes de mayo, de la nueva ley sobre fiscalidad de los activos financieros. Esta norma ha tenido, y presumiblemente seguirá teniendo en los meses venideros, una gran importancia. Sin perjuicio de la descripción más detallada de esta ley, que se ofrece en otro lugar de este mismo Boletín, se ha de señalar aquí que su trascendencia no se centra, como erróneamente se ha dado a entender en los comentarios de prensa, en la nueva fiscalidad especial (retención del 45 %) de determinados activos financieros, sino en otros dos hechos: el primero es la regulación legal del secreto bancario a efectos fiscales (principio que está también afectado por la reforma, por ley 10/1985, de la Ley General Tributaria); el segundo es el establecimiento de una retención del 18 %, análoga a la ya aplicable a los intereses de los depósitos bancarios y de otros títulos de renta fija, sobre los intereses de todos los instrumentos financieros, bancarios o no, emitidos al descuento, con la única excepción significativa de los pagarés del Tesoro. Estas normas han motivado, en los meses inmediatamente anteriores a la entrada en vigor de la nueva ley, importantes desplazamientos de unos activos a otros, para aprovechar la cláusula legal que eximía de la aplicación de la retención del 18 % a todos los instrumentos, antes exentos, emitidos, con plazo inferior a un año, antes de la entrada en vigor de la ley. Se ha producido así un fuerte desplazamiento desde los depósitos bancarios hacia los pagarés bancarios, y desde diversos instrumen-

17. Tipos de interés

%

	DIC 1984	ABR 1985	MAY 1985	JUN 1985
Mercado interbancario (3 meses) (a)	12,2	12,6	12,7	14,1
Mercado interbancario (6 meses)	12,4	12,8	13,0	14,2
Banco de España: cesión de pagarés del Tesoro (3 meses) (b)	12,0	11,8	12,5	14,0
Depósitos en la banca (1-2 años)	11,7	10,9	10,9	10,8
Pagarés del Tesoro a la emisión (1 año)	—	11,8	11,0	10,9
Pagarés del Tesoro a la emisión (18 meses)	—	12,5	11,7	11,8
Pagarés de empresa (1 año) (c)	13,5	12,5	12,4	12,5
Rendimiento de la deuda pública (c)	13,9	13,4	13,6	13,8
Rendimiento de los bonos eléctricos (c)	17,7	16,3	15,8	17,2
Tipos variable de referencia (crédito banca)	13,7	13,7	13,8	14,6
Crédito de la banca (1-3 años) (d)	17,4	16,9	16,6	16,3
Crédito de las cajas de ahorro (1-3 años) (d)	16,7	16,7	16,5	15,8

- (a) Media ponderada de depósitos y dobles.
 (b) Tipo anunciado.
 (c) Tipos registrados en el mercado bursátil.
 (d) Tipos declarados por las entidades.

tos hacia los pagarés de empresa. Por otra parte, se ha manifestado también una tendencia a renovar anticipadamente todos esos instrumentos emitidos a descuento, con el fin de maximizar el plazo restante de su tratamiento fiscal privilegiado. A ello se ha sumado, ya antes de la entrada en vigor de la ley, y con más fuerza a partir de este momento, un desplazamiento desde los instrumentos citados hacia los pagarés del Tesoro, básicamente adquiridos con compromiso de reventa, proceso que, presumiblemente, habrá de proseguir con intensidad a partir de ahora, en vista de las ventajas fiscales significativas que ofrece dicho activo. Sin perjuicio de los argumentos de tipo fiscal que avalan esta reforma, no cabe duda de que su introducción ha venido a complicar notablemente el desarrollo de la política monetaria, dificultando el diagnóstico de una evolución de las magnitudes monetarias que, en alguna parte al menos, responde sólo a una conducta del público tendente a minimizar sus cargas fiscales.

La creciente evidencia de que, aun descontados todos los factores posibles de incertidumbre, la expansión monetaria estaba mostrando una importante aceleración ha llevado a que, a partir del mes de abril, el Banco de España empezara a desarrollar una política de gradual elevación de los tipos de interés, destinada, no a cortar de forma súbita el proceso de expansión, sino a reconducirlo gradualmente hacia la senda central de los objetivos monetarios, en un horizonte temporal que, por la propia evolución de los hechos, ha habido que ir extendiendo, hasta abarcar, en estos momentos, la totalidad del resto del año. Ya en el mes de abril, el Banco instrumentó una pequeña elevación de los tipos de sus préstamos a un día, y, a finales de ese mes, procedió a una

elevación más significativa de los tipos de interés de sus cesiones temporales de pagarés. Esta no pasaba de ser una simple señal de advertencia al mercado, dado que el nivel de partida de dichos tipos era netamente inferior al de los correspondientes tipos interbancarios, y, aun después de la elevación, seguía ocurriendo, en menor medida, otro tanto. No fue ese el caso de las posteriores elevaciones, a finales de mayo y principios de junio, de los tipos de tales cesiones (hasta el 14 % en el caso de las de tres meses) y de los préstamos a un día (hasta el 14,5 % en determinadas fechas), a raíz de lo cual se ha producido una elevación significativa de todos los tipos de interés interbancarios.

El Banco de España ha considerado indispensable la actuación antes apuntada, en la creencia de que, en estos momentos, no se debe correr el riesgo de que la expansión monetaria pueda alimentar una aceleración del ritmo de inflación.

Las iniciativas emprendidas en cuanto al control de la expansión monetaria han venido a romper las expectativas de caídas adicionales de los tipos nominales de interés (cuadro 17). Los tipos de interés de los depósitos bancarios prosiguieron, en los cuatro primeros meses del año, una tendencia a la baja, ya sin diferenciales apreciables entre los ofrecidos por la banca y los ofrecidos por las cajas de ahorro. Los tipos de interés fijos declarados por las entidades bancarias para determinadas operaciones típicas de crédito han mostrado también una suave y continua caída, que refleja la acomodación, siempre lenta y desfasada, de esos tipos a los cambios que se habían iniciado en 1984 y al descenso en los tipos pasivos, así como la existencia, pese a una reactivación de la

**18. Apreciación (+) o depreciación (-)
de la peseta**

	ENE-MAY (a)		ENE-JUN (a)	
	1984	1985	1984	1985
%				
Tipo de cambio efectivo nominal				
Frente al dólar	2,6	-2,1	2,1	-1,7
Frente a la CEE	3,7	-2,1	3,0	-3,4
Frente a los países desarrollados	3,5	-1,7	3,0	-2,7
Tipo de cambio efectivo real				
Medido con precios de consumo				
<i>Frente a la CEE</i>	4,8	-0,6	...	...
<i>Frente a los países desarrollados</i>	4,7	-0,2	...	...
Medido con precios industriales				
<i>Frente a la CEE</i>	5,5	1,6	...	...
<i>Frente a los países desarrollados</i>	5,9	2,6	...	...

(a) Tasas calculadas sobre los datos medios de diciembre de 1983 y 1984.

demanda de crédito, de una situación general de exceso de liquidez en el sistema bancario y debilidad de los fenómenos de racionamiento. En los mercados de títulos privados de renta fija, se ha manifestado, asimismo, en los meses iniciales del año, un apreciable descenso de los rendimientos del mercado secundario y una reducción más moderada en los de nuevas emisiones. Sin embargo, debe recordarse que el rendimiento interno de la deuda pública había interrumpido su descenso ya muy al comienzo del año, debido al rápido ajuste a la baja experimentado en los meses anteriores. En todo caso, los cambios recientes en los tipos practicados por el Banco de España se han transmitido rápidamente a los tipos de interés interbancarios.

Por el lado de las contrapartidas de los activos líquidos en manos del público, destaca el fuerte crecimiento de la financiación facilitada a las administraciones públicas, que, con un ritmo anual del 36 % hasta el mes de mayo, supera notablemente las previsiones iniciales. Por el contrario, el crédito interno facilitado al sector privado ha mostrado, hasta ese mismo mes, un ritmo medio anual de crecimiento del 8 %, parecido al previsto inicialmente para el conjunto del año. Se ha producido así, básicamente a partir del mes de marzo, una reactivación de la demanda de crédito interno por parte del sector privado en relación a la situación de principios de año, estimulada, sin duda, por unas condiciones financieras especialmente favorables. Esta reactivación de la demanda de crédito interno ha obedecido, en parte, a la necesidad de refinanciar un importante volumen

de reembolsos, en buena medida anticipados, de créditos externos, pero presumiblemente también a la financiación de un mayor nivel de gasto. Sin embargo, considerando el conjunto del sector privado y la totalidad de sus flujos financieros, la financiación recibida, con un crecimiento al ritmo anual del 7,6 %, aparece compensada por un mayor ritmo de acumulación de activos financieros, en consonancia con el ya comentado incremento del excedente de ahorro sobre inversión del sector. En cuanto a los activos exteriores netos del sistema crediticio, se ha producido una sustancial reducción de reservas centrales (622 millones de dólares hasta el mes de mayo), pero ésta se ha visto compensada, en buena medida, por el cambio, de signo contrario, en la posición exterior neta de las instituciones bancarias.

El cuadro 18 recoge los datos más relevantes en cuanto a la evolución de la cotización exterior de la peseta, y muestra que, en los cinco primeros meses del año, el tipo de cambio real evolucionó, en cualquiera de sus mediciones, de forma relativamente estable, si se compara con la fuerte apreciación del mismo período del año 1984. Esa estabilidad fue mayor para las mediciones basadas en los índices de precios de consumo, y mayor para el índice referido al conjunto de los países desarrollados. Este último índice se mantuvo muy estable a lo largo del período considerado, mientras que el índice frente a la CEE basado en los precios de consumo se apreció notablemente en los dos primeros meses del año, para depreciarse después, con el resultado neto que recoge el cuadro. Debe recordarse, por otra parte, que el considerable descenso experimentado por las reservas exteriores no es indicativo de que las autoridades hayan proseguido una política de tipo de cambio inconsecuente con las expectativas de los mercados financieros o con los factores que condicionan la tendencia básica de esta variable, sino que refleja, sobre todo, la aceptación consciente por las autoridades de un importante proceso de reembolso de créditos exteriores, con cargo a las reservas exteriores, por parte del sector público y del sector privado, estimulado por unas condiciones monetarias internas relativamente laxas.

7. La financiación de las administraciones públicas

Como se vio anteriormente, las necesidades netas de financiación del Estado fueron, en los cinco primeros meses de 1985, muy similares a las del mismo período de 1984 (cuadro 19). La política monetaria instrumentada por el Banco de España y la débil pulsación de la demanda de crédito del sector privado en los primeros meses permitieron que el sistema bancario gozase de una holgada liquidez, lo que faci-

litó la obtención de estos recursos sin generar tensiones en los mercados financieros, a pesar del importante volumen de demanda que implicaban.

En efecto, el Tesoro no tuvo problemas para renovar los vencimientos de su deuda a corto plazo, e incrementó ésta, hasta abril, en 965 m.m. efectivos, es decir, en un montante que suponía haber superado las emisiones netas previstas para el conjunto del año. Por otra parte, se vio obligado a prorratear parte de sus emisiones de deuda a medio y largo plazo, puestas a la venta en este período, ante una demanda de títulos que superaba ampliamente su oferta. En este contexto, el Tesoro ha continuado reduciendo el tipo de interés de sus pagarés, apoyado también en las expectativas creadas por las ventajas que le otorga la nueva regulación fiscal de los activos financieros, y ha ajustado a la baja los tipos nominales de sus nuevas emisiones de deuda a medio y largo plazo. Desde finales del mes de abril, sin embargo, parece detectarse un cambio de actitud en los inversores, motivado por la contención que supuso, para la consolidación de las expectativas a la baja del ritmo de crecimiento de los precios, la evolución de éstos en los primeros meses del año; por el elevado ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, y por las consecuencias que ambos hechos implicaban respecto de una actuación más restrictiva de las autoridades monetarias en los meses posteriores, que, en realidad, empezó a hacerse patente hacia finales del mes de abril. Ante la expectativa de una elevación de los tipos de interés, los inversores dejaron de comprar pagarés del Tesoro a los tipos marcados por éste y contuvieron sus demandas de títulos a medio y largo plazo, en contraste con los fuertes importes solicitados al comienzo del año. En los meses de mayo y junio, el mantenimiento de los tipos de emisión de los pagarés ha impuesto una acusada reducción al ritmo de sus emisiones brutas, que se han nutrido casi en exclusiva de la demanda del Banco de España, que los necesitaba para instrumentar el control de la política monetaria. En realidad, de los 420 m.m. emitidos en mayo y junio, el Banco de España ha suscrito unos 400 m.m.

El elevado crecimiento registrado por los pasivos financieros del Estado en el período enero-mayo tiene un componente —la asunción de deudas del INI por importe de 182 m.m.— que no supone ningún incremento de recursos. Las necesidades de financiación que implicaban flujos efectivos se han cubierto, fundamentalmente, con emisiones de deuda (pagarés, 731 m.m., y deuda a medio y largo plazo, 156 m.m.), y a través del recurso al Banco de España, que ha aportado 123 m.m. (188 m.m., incluyendo la variación neta de su cartera de pagarés del Tesoro). El diferente comportamiento de estas dos partidas

respecto a su evolución en el período enero-mayo de 1984 tiene su explicación en la consolidación de certificados de regulación monetaria del Banco de España en pagarés del Tesoro, que tuvo lugar en el primer cuatrimestre de ese año. En cuanto al resto de fuentes de financiación, las cédulas para inversiones han superado en 30 m.m. a las dotaciones al crédito oficial, a pesar de haber disminuido sus colocaciones netas en el sistema bancario (69 m.m. en 1985, frente a 80 m.m. en 1984), como consecuencia de la modificación, en febrero, del coeficiente de inversión y del bajo crecimiento de los pasivos computables. La financiación otorgada al Estado por el sector exterior ha sido negativa por 108 m.m. en el período enero-mayo de 1985, frente a unas aportaciones de 126 m.m. en el mismo período de 1984 (véase nota (d) al cuadro 19). Este comportamiento se inscribe en el marco de una política activa de deuda exterior llevada a cabo por el Tesoro. Este, aprovechando las condiciones financieras más ventajosas en los mercados internacionales, ha optado por anticipar la amortización de créditos por importe de 262 m.m., parte de los cuales ha refinanciado en el exterior, en mejores condiciones, y parte ha cancelado.

Como complemento a la información relativa a la financiación del Estado, es preciso reseñar la desfavorable evolución de las necesidades netas de financiación del resto de las administraciones públicas respecto al mismo período del año anterior. Los datos del cuadro 20, que recoge una estimación de las operaciones activas y pasivas de las que se posee información, aunque fragmentaria, permiten establecer tal apreciación. En concreto, cabe resaltar el deterioro de las cuentas financieras de los organismos autónomos y las previsibles dificultades que los datos disponibles auguran para las necesidades financieras de la Seguridad Social. Las comunidades autónomas captaron recursos por 23 m.m., frente a 8 m.m. en 1984, mediante la colocación de títulos en las cajas de ahorro, mientras que las corporaciones locales se mostraron prácticamente inactivas en este mercado. La escasa información disponible respecto a otras fuentes de financiación indica que estas instituciones han obtenido créditos por otros 24 m.m. en las cajas de ahorro, y 6 m.m. en el crédito oficial, en este período.

En conjunto, la financiación otorgada al sector público por el sistema crediticio y los mercados de valores, en los cinco primeros meses de 1985, ha crecido a un ritmo en torno al 38 %, ligeramente superior al crecimiento medio registrado durante todo el año 1984 y bastante mayor que el previsto para 1985.

En cuanto al comportamiento específico de los mercados de deuda pública, las estimaciones dispo-

19. Financiación del Estado

mm.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1984	1985	1984	1985
1. Necesidad (-) de endeudamiento neto (2-3-4) (h)	-752	-501	-750	-719
2. Variación de activos financieros	38	229	44	239
Dotaciones al crédito oficial	51	39	54	39
Contrapartida de pasivos asumidos	-	182	-	182 (g)
Otros activos netos	-13	8	-10	18
3. Variación de pasivos financieros	858	799	885	1.140
Mercado de valores	1.686	1.195	1.910	974
<i>Pagarés del Tesoro (a)</i>	<i>1.601</i>	<i>965</i>	<i>1.823</i>	<i>731</i>
<i>Deuda a medio y largo plazo</i>	<i>21</i>	<i>148</i>	<i>14</i>	<i>156</i>
<i>Cédulas para inversiones y deuda RDL 8/1984 (b)</i>	<i>72</i>	<i>54</i>	<i>82</i>	<i>60</i>
<i>Deudas asumidas</i>	<i>-8</i>	<i>28</i>	<i>-9</i>	<i>27 (c)</i>
Sector exterior	129	-10	126	-24 (d)
Emisión de moneda metálica	4	6	6	7
Créditos asumidos	-	60 (e)	-	60 (e)
Recurso al Banco de España (f)	-961	-451	-1.157	123
4. Depósitos y desfases	-68	-69	-91	-182

(a) Valores efectivos.

(b) En 1985, incluye la amortización de 9 mm. de la deuda RDL 8/1984 emitida para el saneamiento de los bancos de Rumasa.

(c) En 1985, la financiación efectiva fue de -11 mm., correspondiendo la diferencia de 38 mm. a la asunción de deuda del INI instrumentada en obligaciones.

(d) En 1985, la financiación efectiva fue de -108 mm. Los -24 mm. que aparecen en el cuadro son el resultado de sumar a las operaciones del Estado la asunción de 84 mm. de créditos del INI, de los que una parte muy importante se ha amortizado en este período.

(e) Créditos interiores del INI asumidos.

(f) Incluye sólo préstamos y anticipos. La financiación total proporcionada por el Banco de España asciende a 188 mm. en el período enero-mayo 1985, si se tiene en cuenta la variación neta de su cartera de pagarés del Tesoro.

(g) Corresponde a la asunción de deudas del INI (38 mm. de obligaciones, 84 mm. de créditos exteriores y 60 mm. de créditos interiores) a que se refieren las notas (c) (d) y (e).

(h) Véase detalle de las operaciones no financieras en el cuadro 11.

20. Financiación de otras administraciones públicas

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1984	1985	1984	1985
Necesidad (-) de financiación de la Seguridad Social (a)	121	44	...	...
Variación neta de activos y pasivos financieros	121	44	...	...
Necesidad (-) de financiación de otros organismos e instituciones (b) (1-2)	124	-29	242	52
1. Variación de activos financieros	131	8	249	115
<i>Depósitos</i>	<i>131</i>	<i>8</i>	<i>249</i>	<i>115</i>
2. Variación de pasivos financieros	7	37	7	63
<i>Valores (comunidades autónomas y corporaciones locales)</i>	<i>8</i>	<i>21</i>	<i>9</i>	<i>21</i>
<i>Créditos</i>	<i>-1</i>	<i>16</i>	<i>-2</i>	<i>42</i>

(a) Datos de enero a marzo.

(b) Organismos autónomos administrativos, comunidades autónomas y corporaciones locales. Incluye, además, algunas cuentas de empresas públicas no desagregadas en los datos de base y excluidas de los datos de financiación del sector privado.

nibles al mes de mayo señalan que sigue siendo el sistema crediticio el que aporta más del 90 % de la financiación instrumentada a través de ellos (cuadro 21). En el mercado de deuda a corto plazo, el sistema crediticio y las sociedades mediadoras en el mercado de dinero han comprado 908 de los 931 m.m. de pa-

garés emitidos, en valores nominales, por el Tesoro. El resto de instituciones financieras y agentes económicos no se ha mostrado activo en este mercado, en términos globales, y, tras los ligeros incrementos en sus adquisiciones en firme en los meses de enero y marzo, no ha cubierto sus amortizaciones del mes de

mayo, manteniéndose sus saldos, ante la persistente caída del tipo de rendimiento, a niveles parecidos a los de finales de 1983. Sin embargo, la adquisición temporal de pagarés del Tesoro por el público al sistema bancario ha conocido una gran expansión en los últimos meses, alcanzando los 463 m.m. en el período enero-mayo de 1985 y 586 m.m., en cifras provisionales, en el período enero-junio. Estas operaciones tienen una naturaleza económica más similar a un depósito bancario que a la compra de valores. Su rápido desarrollo proviene del hecho de que, al no ser computables a efectos de los diversos coeficientes legales, permiten ofrecer un mayor rendimiento a los clientes.

El mercado de deuda a medio y largo plazo ha mostrado mayor dinamismo que en el mismo período de 1984, alcanzando unas colocaciones netas de 145 m.m., frente a los 6 m.m. del año anterior. También este mercado ha estado dominado por las instituciones financieras, y, entre ellas, por el sistema bancario, que ha suscrito más del 50 % de las nuevas emisiones. Una parte importante de las compras netas estimadas del resto de los agentes corresponde también a instituciones financieras no incluidas en el

sistema crediticio, y, en especial, a compañías de seguros, siendo menos relevante la suscripción neta de títulos por las empresas no financieras y las familias.

En una situación como la registrada en el primer cuatrimestre de 1985, en que el sistema bancario continuaba gozando de un alto grado de liquidez y mantenía un exceso de inversiones en pagarés del Tesoro en relación con lo exigido por su coeficiente de deuda, era lógico que aquél intentase diversificar su cartera y mejorar su rentabilidad, erosionada progresivamente por los continuos recortes sufridos por el rendimiento de los pagarés del Tesoro. Además, los tipos de interés de los mercados de renta fija privada se ajustaban a la baja, los tipos esperados de los pagarés del Tesoro parecían haber descontado en su rendimiento la ventaja fiscal que les iba a otorgar la regulación fiscal sobre nuevos activos financieros, y las expectativas de ulteriores reducciones del tipo nominal de las nuevas emisiones de deuda hacían apetecible su adquisición. En tales circunstancias, la demanda de títulos a largo plazo rebasó ampliamente la oferta del Tesoro, siendo del orden de siete veces superior en el caso de los bonos del Estado (frente a una emisión de 50 m.m., se solicitaron

21. Mercados de deuda pública

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1984	1985	1984	1985
EMISIONES BRUTAS (a)	1.877	1.357	2.125	1.097
Pagarés del Tesoro	1.857	1.199	2.111	931
Emisiones brutas	2.077	3.269	2.358	3.282
Amortizaciones	-220	-2.070	-247	-2.351
Deuda a medio y largo plazo	20	158	14	166
Del Estado	13	137	6	145
Emisiones brutas (b)	22	149	43	173
Amortizaciones (c)	-9	-12	-37	-28
De las comunidades autónomas y las corporaciones locales	7	21	8	21
COLOCACIONES	1.877	1.357	2.125	1.097
Sistema crediticio y SMMD	1.927	1.241	2.140	999
Pagarés del Tesoro	1.914	1.150	2.130	908
Deuda del Estado a largo (d)	6	70	2	70
Deuda de las comunidades autónomas y corporaciones locales (d)		7	21	8
				21
Resto	-50	116	-15	98
Pagarés del Tesoro	-57	49	-19	23
Deuda del Estado a largo (d)	7	67	4	75
PRO MEMORIA:				
Cesión temporal de pagarés del Tesoro al público por el sistema bancario y las SMMD	93	289	146	463

(a) Valores nominales.

(b) Incluye las reinversiones por canjes.

(c) Incluye 8 y 11 m.m. de deudas asumidas en el período enero-abril, y 9 y 12 m.m. en el período enero-mayo de 1984 y 1985.

(d) Las cifras de 1985 son estimaciones.

336 m.m., de ellos 253 m.m. por la banca), aunque parte de esta demanda estuviera motivada por el conocimiento de que debería recurrirse al prorrateo para la adjudicación de los títulos. Desde el mes de abril, sin embargo, la demanda ha quedado muy lejos de los niveles alcanzados en los primeros meses del año, situación a la que no es ajeno el cambio de expectativas respecto de la elevación de tipos de interés.

Como ya ocurriera en 1984, el mayor crecimiento de las colocaciones de títulos a largo plazo continúa ampliando la vida media del saldo de deuda a medio y largo plazo en circulación, que se ha duplicado en los últimos 18 meses, pasando de un promedio de 1,5 años en noviembre de 1983, a más de 3 años en mayo de 1985. Hasta el mes de mayo, se habían emitido 106 m.m. de obligaciones, 54 m.m. de bonos y 13 m.m. de deuda desgravable (incluidos canjes por 2, 4 y 2 m.m., respectivamente) a unos plazos opcionales de 6, 8 ó 10 años en el caso de las obligaciones, y 3 ó 5 en los otros dos. A ellos hay que añadir otros 36 m.m. de obligaciones desembolsados en junio, pero comprometidos en la subasta del 30 de abril. En el mes de junio, se han canjeado deudas por importe de 25 m.m., la mayor parte de ellas en bonos.

El mercado secundario de deuda del Estado ha acusado un elevado dinamismo en los meses de enero-mayo de 1985, incrementándose su negociación en la bolsa de Madrid a 23 m.m., frente a los 10 m.m. de igual período del año 1984. El rendimiento interno medio de la deuda pública, que había estado cayendo ininterrumpidamente desde el mes de junio de 1984 hasta el de enero de 1985 (período en el que perdió 4,3 puntos), dejó de descender en el mes de febrero y se ha mantenido estabilizado, hasta abril, en torno al 13,5%, experimentando una ligera elevación en los meses de mayo y junio.

8. La financiación del sector privado

En los cinco primeros meses de 1985, se ha mantenido la tendencia, observada ya a lo largo de 1984, hacia el incremento de la financiación neta concedida por las empresas no financieras y familias al resto de los sectores. Sin embargo, la continuación de este proceso durante 1985 ha presentado características sensiblemente diferentes. Al contrario que en el año anterior, a lo largo de los primeros meses de 1985 se ha registrado un significativo avance en los pasivos del sector privado, y, en forma especial, de fondos intermediados por el sistema crediticio. Al

propio tiempo, los activos financieros del sector privado se han incrementado a un ritmo muy superior al del año 1984.

El incremento, en términos desestacionalizados, de la financiación recibida por el sector privado del resto de los sectores (sistema financiero, administraciones públicas y sector exterior), en el período enero-mayo de 1985, fue de 7,6% en tasa anual, frente a 5,3% en el mismo período del año anterior (véase cuadro 22). La demanda de crédito, que durante la mayor parte del año pasado mostró una gran atonía, registró una significativa recuperación, en la línea que ya comenzó a apuntar en los últimos meses de 1984. La remisión, en los primeros meses de 1985, del proceso de cancelación de pasivos financieros que las empresas siguieron a lo largo de 1984 puede atribuirse a la caída de tipos de interés y a las expectativas de que esta no fuera a proseguir en el futuro inmediato, así como a los logros alcanzados en el proceso de saneamiento de las empresas, y, presumiblemente, a una cierta reactivación de la inversión.

La coincidencia de esta recuperación en la demanda de fondos por parte de las familias y empresas con el sostenimiento de elevados ritmos de endeudamiento por parte del sector público y la escasa aportación del sector exterior no provocó mayores tensiones en los mercados, a causa de la política del Banco de España, que permitió un crecimiento de los activos líquidos en manos del público muy superior al inicialmente previsto. En efecto, el ritmo de avance de esta magnitud se situó, para el período enero-mayo de 1985, en un 16,2% en tasa anual, determinando la elevada tasa de expansión (18,9%, frente a 13,8% en igual período de 1984) del conjunto de los activos financieros del sector privado.

Asimismo, cabe destacar los importantes trasvases que se han producido entre los diferentes instrumentos financieros de colocación del ahorro privado. Considerados en conjunto, estos trasvases han significado un acortamiento de los plazos de los activos de mayor éxito entre los inversores y un incremento en la cuota del ahorro privado que se canalizó a través de las instituciones financieras. La preferencia manifestada por los inversores privados en el último semestre de 1984 por los títulos de renta fija y variable remitió un tanto en el período analizado, acelerándose, por el contrario, la adquisición de depósitos y empréstitos de las entidades de crédito, así como las operaciones de adquisición temporal de activos, instrumentadas, por lo general, con los pagarés del Tesoro en cartera de las instituciones bancarias. Las colocaciones de pagarés de empresa, que en el primer trimestre mostraron un gran dinamismo, decli-

22. Financiación del sector privado

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1984	1985	1984	1985
CAPACIDAD DE FINANCIACION (+)	178	539	491	841
Activos financieros	253	928	652	1.335
Disponibilidades líquidas	88	169	260	387
Efectivo	-70	-25	-76	-43
Depósitos a la vista	-373	-276	-289	-240
Depósitos de ahorro	-160	-80	-186	-73
Depósitos a plazo	692	550	810	743
<i>Imposiciones ordinarias y certificados de depósito</i>	-259	-114	-278	-149
<i>Pagarés bancarios y efectos de propia financiación</i>	951	664	1.088	892
Adquisición temporal de pagarés del Tesoro	93	289	146	463
Otros depósitos	56	-50	67	-44
Títulos del mercado monetario	-47	226	58	198
<i>Pagarés del Tesoro</i>	-57	49	17	23
<i>Otros</i>	10	177	41	175
Títulos de renta fija	29	134	51	143
Títulos de renta variable	19	140	47	160
Créditos al exterior	-9	-5	-4	-5(d)
Otros (a)	24	26	27	33
Pasivos financieros	75	389	161	494
Títulos del mercado monetario	14	84	37	72
Títulos de renta fija	10	8	29	3
<i>Emisiones</i>	10	46	29	41
<i>Asumidos por el Estado</i>	-	-38	-	-38
Títulos de renta variable	42	158	54	186
Créditos	-16	83	-5	177
<i>De instituciones financieras</i>	-172	113	-186	206
<i>De administraciones públicas</i>	-	5	-	6
<i>Del exterior</i>	138	-26	170	-26(d)
Otros (c)	43	47	57	47(d)
PRO MEMORIA:				
ALP (variaciones)	110	150	419	899
ALP(*) (b)	12,7 %	16,5 %	12,3 %	16,2 %
Total activos financieros(*) (b)	13,6 %	24,9 %	13,8 %	18,9 %
Crédito interno (*) (b)	1,4 %	7,8 %	2,3 %	7,9 %
Total pasivos financieros (*) (b)	4,2 %	7,5 %	5,3 %	7,6 %

- (a) Incluye las reservas técnicas de seguros y otros activos no clasificados.
 (b) Tasa de variación anual.
 (c) Incluye las inversiones extranjeras en inmuebles y otros pasivos no clasificados.
 (d) Por falta de datos, se reproducen los del periodo enero-abril.

naron a partir de ese momento. Los pagarés del Tesoro adquiridos en firme registraron, por su parte, una demanda escasa.

En un análisis más detallado de la evolución de los activos financieros del sector privado, destaca, como antes se ha señalado, la aceleración en la tasa de expansión de los activos líquidos en manos del público. Las disponibilidades líquidas, que constituyen la rúbrica cuantitativamente más importante dentro del conjunto de instrumentos en los que se materializa el ahorro del sector privado, registraron un noto-

rio y progresivo incremento en sus tasas de avance. Dentro de este agregado, el mayor incremento correspondió a los depósitos de las cajas de ahorro, con ritmos de avance superiores al 23 % anual a lo largo del periodo considerado. Un comportamiento muy similar mostraron las cooperativas, mientras que la banca, tras un comienzo del año de lenta expansión, en comparación con la agresiva política de captación de recursos por parte de las cajas, registró una aceleración progresiva en el ritmo de aumento de los depósitos. Entre éstos, fueron los depósitos a plazo los que acapararon la expansión antes citada,

que se centró, exclusivamente, en los pagarés bancarios, a costa, una vez más, de los certificados de depósito, de las imposiciones ordinarias y de los efectos de propia financiación.

Sin embargo, resulta imposible desligar la evolución de los depósitos, de la seguida por otros instrumentos muy próximos a éstos e incluidos entre los activos líquidos en manos del público; la expansión de estos otros activos fue muy rápida, como lo muestra la diferencia entre las tasas de expansión de las disponibilidades líquidas y la del conjunto de los activos líquidos. Entre estos instrumentos, deben destacarse los empréstitos de las instituciones financieras (bonos de caja y tesorería, y títulos hipotecarios de las cajas de ahorro y del crédito oficial), de los que el público suscribió algo más de 110 m.m. en el período enero-mayo; las operaciones de seguro de cajas de ahorro, cuyo saldo creció 60 m.m., y, sobre todo, las cesiones temporales de pagarés del Tesoro, cuyo saldo en manos del público se incrementó en más de 460 m.m.

El curso descendente de los tipos en las subastas de pagarés del Tesoro fue la causa de la modesta cifra (23 m.m.) de adquisiciones netas en firme por parte del sector privado. El ritmo de colocación de los pagarés de empresa, muy vivo en los tres primeros meses del año, registró una caída a partir del fin del primer trimestre, en beneficio de los instrumentos intermediados por el sistema bancario. La mayor facilidad para la captación de fondos en los mercados crediticios, del lado de la oferta, y la incertidumbre creada entre los inversores acerca de las consecuencias de la ley de fiscalidad de los activos financieros provocaron una disminución en el saldo vivo de estos instrumentos en los meses de abril y mayo.

La suscripción de títulos de renta fija por el sector privado alcanzó volúmenes importantes en los cinco primeros meses de 1985. Los datos del cuadro 22 revelan que la magnitud de las suscripciones de títulos de renta fija privada fue muy superior a la del mismo período de 1984, pero lejana de la febril actividad del mercado en la última parte de 1984. Una serie de circunstancias inclina a pensar, sin embargo, que este fenómeno debe atribuirse, en gran parte, a factores relativos a la oferta de títulos. La mejora en las condiciones del crédito indujo a los emisores a una utilización menos intensiva de esta vía de financiación. Las compañías eléctricas, por ejemplo, redujeron los tipos ofrecidos a la emisión, a pesar de la pérdida de la computabilidad de sus títulos, y restringieron las emisiones de bonos. Con todo, sus títulos tuvieron una buena acogida. Asimismo, cabe destacar que los agentes del sector privado suscribieron 75 m.m. netos de deuda pública a medio y largo plazo. Aunque

23. Mercado de valores privados

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1984	1985	1984	1985
EMISIONES NETAS	66	288	120	299
Títulos monetarios	14	84	37	72
<i>Letras</i>	-61	-9	-71	-11
<i>Pagarés de empresa (a)</i>	75	93	108	83
Obligaciones	10	46	29	41
Acciones	42	158	54	186
COLOCACIONES	66	288	120	299
Sistema crediticio	33	5	25	7
Títulos monetarios	22	8	36	8
Obligaciones	-12	-21	-18	-27
Acciones	23	18	7	26
Resto	33	283	95	292
Títulos monetarios	-8	76	1	64
Obligaciones	22	67	47	68
Acciones	19	140	47	160

(a) Estimación.

las instituciones financieras incluidas en el sector privado efectuaron una buena parte de estas compras, el interés de los inversores particulares por el mercado de renta fija es mayor de lo que puede hacer pensar la caída en el ritmo de colocaciones observado entre el fin de 1984 y los primeros meses de este año.

En cuanto a la adquisición de títulos de renta variable por el sector privado, debe hacerse notar que las cifras del cuadro para los cinco primeros meses de 1985 incluyen una elevada cantidad (73 m.m.) de emisiones de empresas del INI, suscritas, en su mayor parte, por el propio INI, que figura incluido dentro del sector privado. Con todo, la cifra de suscripciones de acciones por parte de familias y empresas en el período de referencia es muy superior a la registrada en igual período del año anterior.

Los datos del cuadro 22, referentes a la variación de pasivos financieros del sector privado, señalan el cambio de signo en la financiación del sector privado. La atonía en la demanda de crédito, que resultó el hecho más destacable de la financiación del sector a lo largo de 1984, dio paso, durante los primeros meses de 1985, a una recuperación progresiva, que afectó especialmente a los bancos. La caída de los tipos de interés activos de las entidades de crédito a lo largo de 1985 permitió una reactivación de la demanda de crédito, que, en gran medida, se dirigió hacia los créditos a tipo de interés variable. Los bancos incrementaron el saldo de crédito otorgado a las familias y empresas a tasas cercanas al

10 % anual, frente al estancamiento registrado en 1984. Las cajas, las cooperativas y el crédito oficial, por su parte, mantuvieron unas tasas de expansión bastante similares a las registradas en los últimos meses de 1984. Los saldos de los créditos a tipo variable concedidos por la banca experimentaron en el período enero-mayo de 1985 un aumento de 271 m.m., cifra superior a la variación del saldo en todo el año 1984. Cabe señalar que la banca nacional, al contrario que en 1984, tuvo una participación predominante en este mercado. Las grandes empresas —eléctricas, públicas, etc.— centraron su política de captación de fondos en los mercados crediticios interiores, desechando, prácticamente, el recurso a los mercados exteriores, y, salvo las empresas eléctricas, acudiendo de forma muy marginal a los mercados de valores.

La financiación obtenida por el sector privado a través de créditos exteriores para el período enero-abril fue negativa, por un importe de 25 m.m. Este hecho se explica por el elevado volumen de amortizaciones anticipadas —cerca de los 90 m.m.—, fruto de la mejora en las condiciones de disponibilidad y precio del crédito en los mercados interiores. Aunque no se dispone todavía de datos relativos al mes de mayo, cabe suponer que este proceso haya sido frenado por las restricciones impuestas al reembolso anticipado de créditos exteriores a partir del mes de abril.

Por lo que se refiere a las emisiones de títulos por parte de las empresas, debe destacarse la evolución seguida por los pagarés de empresa. En el primer trimestre, la actividad emisora fue muy considerable, sobre todo por parte de las empresas multinacionales. A partir del mes de abril, se produjo un cambio en la situación del mercado: las mejores condiciones de acceso al mercado crediticio permitían a las empresas emisoras un intenso recurso al mismo, disminuyendo así la oferta de títulos. La demanda, por otra parte, experimentó un cierto retraimiento, a causa de las expectativas en cuanto a la fiscalidad de los activos financieros. De esta forma, el saldo de pagarés de empresa en circulación decreció ligeramente durante los meses de abril y mayo.

Las emisiones de renta fija en el período enero-mayo tuvieron como protagonistas casi absolutos a las empresas eléctricas. Estas, además de captar un importante volumen de fondos a través de créditos, especialmente a tipo variable, emitieron valores de renta fija por un importe neto superior a 40 m.m., que hubieron de ser colocados, en buena medida, entre el público, ya que los títulos de estas empresas dejaron de ser computables en el coeficiente de inversión, a partir de finales de febrero. Otros emisores

importantes fueron el INI (10 m.m.) y las sociedades de crédito hipotecario (8 m.m.); Telefónica, Renfe y las restantes empresas públicas y privadas colocaron importes muy inferiores al volumen de amortizaciones del período.

Las emisiones de renta variable, como ya se ha señalado con anterioridad, estuvieron dominadas por la actividad emisora de las empresas del INI. Aparte de ello, cabe reseñar, especialmente, la ampliación de Telefónica y alguna de importancia en el sector eléctrico.

9. La balanza por cuenta de capital

En el primer cuatrimestre de 1985, la balanza de pagos por cuenta de capital (cuadro 24) ha registrado cambios sustanciales con respecto a igual período de 1984. En los cuatro primeros meses del año pasado, la financiación exterior neta obtenida por la economía española ascendió a 400 m.m., lo que permitió, dado un déficit por cuenta corriente de 76 m.m., que la posición de reservas experimentase un incremento de 294 m.m. (1.931 millones de dólares) (1). Por el contrario, en el mismo período de 1985, la financiación exterior neta fue negativa por 96 m.m., lo que ha determinado, sumada a un déficit por cuenta corriente similar al del mismo período de 1984, una pérdida de reservas de 178 m.m. (947 millones de dólares). Así pues, en el período de referencia, la economía española ha recibido, al igual que en el año anterior, un pequeño aporte de ahorro exterior, que ha servido para financiar el déficit, muy condicionado por razones estacionales, que la balanza por cuenta corriente ha experimentado en ese período.

Las entradas de capital por inversiones, así como la totalidad de los flujos de crédito e inversiones españolas hacia el exterior, no acusaron, como después se verá, cambios de gran importancia. Han sido los flujos de crédito exterior hacia España los que han determinado las transformaciones internas de la cuenta exterior de capital. En concreto, tres son los fenómenos destacables en la evolución de la financiación exterior de la economía española en el período enero-abril de 1985: un menor recurso a nuevos créditos procedentes del exterior, un aumento sustancial de las amortizaciones anticipadas de créditos en divisas, y, por último, una importante disminución de la financiación exterior obtenida por

(1) En estos cálculos, se hace abstracción de las cifras de partidas no clasificadas y de errores y omisiones.

el sistema bancario, tanto en divisas como en pesetas convertibles.

Considerando, en primer lugar, el incremento bruto de los préstamos exteriores obtenidos a largo plazo, tanto por el sector público como por el sector privado, se observa (cuadro 25) que, si en el período enero-abril de 1984 había alcanzado los 407 m.m., en el mismo período de 1985 descendió a 372 m.m. La reducción fue mucho más intensa en el sector privado, que disminuyó sus ingresos brutos por préstamos exteriores a largo plazo desde 254 m.m. en 1984 a 135 m.m. en 1985, pues el sector público realizó en 1985 un elevado volumen de apelaciones brutas a la financiación exterior, con el fin de refinanciar otros créditos reembolsados anticipadamente.

Los sectores residentes –básicamente el sector público, pero también el sector privado– procedieron a amortizar anticipadamente una parte considerable de la deuda viva que mantenían frente al resto del mundo. Estos pagos fueron acelerándose a medida que transcurría el cuatrimestre, aunque posteriormente, ya fuera del horizonte temporal de este comentario, han debido de tender a disminuir, a causa tanto de unas menores autorizaciones de amortizaciones anticipadas, como a una evolución menos distendida en los mercados monetarios interiores. Estos pagos anticipados, cuya magnitud se puede estimar (incluyendo el de créditos en divisas otorgados por las entidades bancarias residentes) en unos 350 m.m., de los que 260 m.m. corresponderían al sector público y 90 m.m. al sector privado, afectaron sustancialmente a la balanza de capital a largo plazo, al contribuir de forma importante a que el volumen de reembolsos de préstamos exteriores (cuadro 25) alcanzara en 1985 la elevada cifra de 462 m.m. (161 del sector privado y 301 del sector público), frente a los 142 m.m. de 1984.

La conjunción de los dos fenómenos hasta aquí comentados explica que la financiación neta, en forma de créditos, recibida por la economía española del exterior, que había sido positiva por 265 m.m. en 1984, se transformase en una cifra negativa de 90 m.m. en 1985. Esa evolución afectó de forma bastante parecida al sector privado (137 m.m. en 1984 y –26 m.m. en 1985) y al sector público (128 m.m. en 1984 y –64 m.m. en 1985).

El tercer factor, a la hora de explicar los cambios más sustanciales de la balanza por cuenta de capital en este período, consiste en la notable caída experimentada por los pasivos exteriores del sistema bancario (cuadro 24). La tendencia al reembolso anticipado de los créditos exteriores se hizo también patente en el caso de los créditos interiores, denomina-

24. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta de capital

m.m.

	ENE-ABR	
	1984	1985
Balanza por cuenta corriente	-76	-86
Capital a largo plazo	330	-13
Capital a corto plazo	-27	8
Movimientos monetarios (1+2+3+4)	-198	87
1. Variación de reservas (b)	-294	178
a) Centrales	311	161
b) Posición entidades deleg.	17	17
2. Operaciones con el FMI	-	-
3. Pasivos netos circular 9-DE	-6	-107
4. Pasivos en pesetas de no residentes	102	16
PRO MEMORIA:		
Banco de España (1a+2)	-311	161
Instituciones bancarias privadas (1b+3+4)	113	-74
Desfases contables y diferencias de valoración	-30	4

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

(b) Aumento (-).

dos en moneda extranjera, que las entidades bancarias financian recurriendo al exterior (circular 9 DE). Esto explica, en su mayor parte, el hecho de que el pasivo exterior neto, en moneda extranjera, de las entidades bancarias destinado a financiar esas operaciones mostrara una reducción de 107 m.m. en 1985, frente a una disminución mínima, de 6 m.m., en 1984. Por otra parte, en los primeros meses de 1984, los mercados interiores registraban un notable endurecimiento de las condiciones de financiación para el sector privado, y sobre los mercados monetarios pesaban las incertidumbres derivadas de la implantación de los nuevos coeficientes de regulación monetaria y financiación pública, induciendo un fuerte ritmo de captación por las entidades bancarias de pasivos exteriores en pesetas convertibles. Por el contrario, durante el primer cuatrimestre del año actual, se ha evidenciado en los mercados interiores una situación de laxitud, tanto en los mercados monetarios como en los mercados crediticios, que ha inducido una menor propensión de los bancos y las cajas a demandar fondos en los mercados financieros internacionales para su transformación en pesetas convertibles. Ello, unido a la desaparición de las expectativas de apreciación de la peseta, dominantes en el primer cuatrimestre del año anterior, explica que los saldos de pesetas convertibles, que habían registrado un incremento de 102 m.m. en los cuatro primeros meses de 1984, pasaran a experimentar un avance de sólo 16 m.m. en el mismo período del año

actual. Como resultado de todo ello, la posición exterior global de las instituciones bancarias privadas ha evolucionado desde un incremento de sus pasivos exteriores netos de 113 m.m. en 1984 a una disminución de esa magnitud en 74 m.m. en 1985, incluyendo, en ambos casos, una pequeña reducción, similar en los dos años, en los activos de esas entidades que se computan entre las reservas exteriores españolas.

Es preciso aludir, siquiera someramente, a la financiación neta canalizada hacia España a través de las inversiones exteriores. La inversión global del exterior en España apenas ha sufrido alteraciones, con una aportación de 112 m.m. en 1985, frente a unos ingresos netos de 94 m.m. en el mismo período de 1984. Ha disminuido ligeramente el flujo de fondos para inversión directa, pero este descenso se ha visto compensado por la inversión en cartera de no residentes.

En cuanto a la financiación a largo plazo otorgada por España al exterior, son muy poco significativos los cambios observados. La inversión, directa y de cartera, de España en el exterior alcanzó 27 m.m. en el primer cuatrimestre de 1985, frente a los 14 m.m. del año anterior. Por el contrario, se redujeron los flujos, poco importantes, de créditos otorgados al exterior.

Como consecuencia de estos cambios, en el período enero-abril de 1985, las reservas exteriores centrales registraron un descenso de 311 m.m. (947 millones de dólares), situándose su saldo, a finales de abril de 1985, en 14.841 millones de dólares.

12-VII-1985.

25. Movimientos exteriores de capital a largo plazo

m.m.

	ENE-ABR	
	1984	1985
TOTAL	330	-13
Financiación recibida	358	24
<i>Inversiones</i>	93	112
<i>Créditos</i>	265	-90
<i>Ingresos</i>	(407)	(372)
<i>Pagos</i>	(-142)	(-462)
Financiación otorgada	-28	-35
<i>Inversiones</i>	-14	-27
<i>Créditos</i>	-14	-8
Sector privado	207	55
Financiación recibida	230	88
<i>Inversiones</i>	93	112
<i>Créditos</i>	137	-26
<i>Ingresos</i>	(254)	(135)
<i>Pagos</i>	(-117)	(-161)
Financiación otorgada	-23	-31
<i>Inversiones</i>	-14	-27
<i>Créditos</i>	-9	-4
Sector público	123	-68
Créditos recibidos	128	-64
<i>Ingresos</i>	153	237
<i>Pagos</i>	-26	-301
Créditos otorgados	-5	-4

APENDICE I

Las exportaciones de mercancías españolas en 1984 y 1985: factores explicativos y perspectivas

La recuperación de las exportaciones de mercancías españolas iniciada en la segunda mitad del año 1983 alcanzó su punto máximo en el primer trimestre del año 1984; a partir de ese momento, las cifras sobre el comercio de productos de exportación, corregidas de variaciones estacionales, mostraron una progresiva desaceleración en términos monetarios corrientes, pese a lo cual, y debido a los valores tan elevados que se habían alcanzado al finalizar la etapa de expansión, las comparaciones con igual período del año anterior siguieron registrando tasas de variación positivas. Este perfil cíclico se repitió, con exactitud, en los valores en términos reales, ya que la magnitud de las variaciones monetarias corrientes superó ampliamente las ligeras alteraciones que mostraron los índices del valor unitario de exportación.

En el primer trimestre de 1985, se ha iniciado un proceso de recuperación de la exportación de mercancías, tanto en valores corrientes como en pesetas constantes, que los datos disponibles del segundo trimestre —abril y mayo— confirman y amplifican. Esta recuperación, que se establece tomando como referencia el punto mínimo alcanzado por la exportación a lo largo del año pasado —el cuarto trimestre—, implica, lógicamente, tasas de variación negativas cuando la comparación se realiza con los datos de la primera mitad del año 1984.

Los trabajos estadísticos y econométricos realizados en el Servicio de Estudios del Banco de España recogieron con precisión el perfil cíclico de la exportación de mercancías en 1984, así como el punto de giro al iniciarse 1985, y sus predicciones para el año actual han sido el punto de partida en el que se han basado las estimaciones realizadas sobre el crecimiento real de la exportación, cifrado por el Banco de España en torno al 3 % medio anual.

Un estudio reciente de la función de exportaciones de la economía española (1) proporciona resultados que se encuentran en línea con los alcanzados en otros estudios realizados en años anteriores. La variable básica explicativa de la evolución de las exportaciones

de mercancías es la demanda mundial, y en medida mucho menor se detectó también como significativa cierta influencia de la competitividad de los productos de exportación en los mercados exteriores, ejerciéndose esta con algún retraso.

En el gráfico adjunto, se han representado los valores reales registrados por la exportación a lo largo del período mencionado anteriormente, así como las predicciones que se deducen de la ecuación de exportaciones, de acuerdo con la evolución alcanzada por las variables explicativas relevantes. Los datos no están corregidos de variaciones estacionales. Se observa cómo la ecuación explica correctamente los movimientos tan intensos registrados en el comercio de exportación, y se aprecia cómo en los dos primeros trimestres de 1984 la predicción se situó por debajo del valor efectivamente realizado, para ocurrir exactamente lo contrario en los dos trimestres siguientes. Estos errores pueden estar relacionados con los movimientos de la demanda nacional a lo largo del año, especialmente deprimida en su primera mitad y con síntomas de recuperación en la segunda. Sobre el error de la predicción en el primer trimestre de 1985, se volverá inmediatamente.

Los estudios econométricos sitúan, pues, el comercio mundial como la variable clave a la hora de realizar una previsión sobre el comportamiento de la exportación en 1985 —en el gráfico se ha representado la evolución de esta variable, con el fin de mostrar la estrecha relación que existe entre ella y la exportación de mercancías—. Con la información hoy disponible, se ha estimado en un 5 %, aproximadamente, el crecimiento medio anual de nuestros mercados de exportación en 1985. Esta previsión supone —con datos desestacionalizados— una recuperación importante de dichos mercados en la segunda mitad del año, especialmente significativa en el caso de los países de la CEE, para los que las previsiones de todos los organismos internacionales esperan un relanzamiento en sus importaciones, después de la atonía que venían mostrando desde finales de 1984. Las dudas existentes sobre la consecución o no de esta previsión tan optimista deben trasladarse, lógicamente, a los resultados obtenidos a partir de ella.

En cuanto a la otra variable significativa —la competitividad—, se ha previsto un comportamiento muy

(1) Ignacio Mauleón: *Una función de exportación para la economía española*, Banco de España, Servicio de Estudios, Documento de Trabajo n.º 8507.

moderado en nuestros precios de exportación en pesetas, con un crecimiento medio anual en torno al 7 %, ya que la pérdida de competitividad de las exportaciones españolas en el año 1984 y la estabilidad que está mostrando el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a las monedas de los países desarrollados —nuestros principales competidores en los mercados exteriores— hacen suponer un comportamiento prudente en los precios de exportación, tras varios años en los que la política de tipo de cambio permitió a las empresas exportadoras alzas sustanciales en sus precios de exportación en pesetas, sin comprometer su competitividad exterior.

Con estos supuestos sobre demanda mundial y competitividad-precio, la ecuación de exportaciones de mercancías ha previsto un crecimiento medio anual real algo superior al 5 %, con un valor para el primer trimestre del año, bastante inferior al que ha resultado en la realidad. A su vez, la previsión del modelo para el segundo trimestre se sitúa ya muy próxima a la que posiblemente resultará con una estimación moderada de la exportación en el mes de junio. Si se supone que en la segunda mitad del año se cumplen con exactitud los valores simulados por la ecuación —para lo que es crucial, recuérdese, que se logren los objetivos supuestos sobre crecimiento del comercio mundial—, y se sustituyen los datos del primer trimestre por los efectivamente realizados, la tasa media anual de crecimiento real de las exportaciones de mercancías en 1985 estaría situada entre un 2 % y un 3 %.

El error observado en la previsión de las exportaciones en el primer trimestre del año se encuentra relacionado, sin duda, con una serie de factores que se han producido en los primeros meses, unos de carácter pasajero y otros de índole más permanente. Entre los primeros, el más importante ha sido el efecto negativo ejercido sobre la exportación de cítricos, tomates y otros productos vegetales, por las adversas condiciones climáticas que se produjeron al finalizar el año 1984. Se ha estimado en 45.000 millones de pesetas la pérdida de valor de la exportación por estas circunstancias, de los que al menos 25.000 millones deberían haber ido dirigidos a países de la CEE. Otro factor importante, pero ahora no transitorio, sino con efectos que continuarán incidiendo negativamente en la exportación durante todo el año, ha sido la restricción a la exportación de productos siderúrgicos al mercado de los Estados Unidos. La pérdida de valor por este motivo se ha estimado próxima a los 35.000 millones de pesetas.

Estas circunstancias —y algunas otras, como la casi total suspensión de los intercambios comerciales con Argelia, ya en vías de solución— son explica-

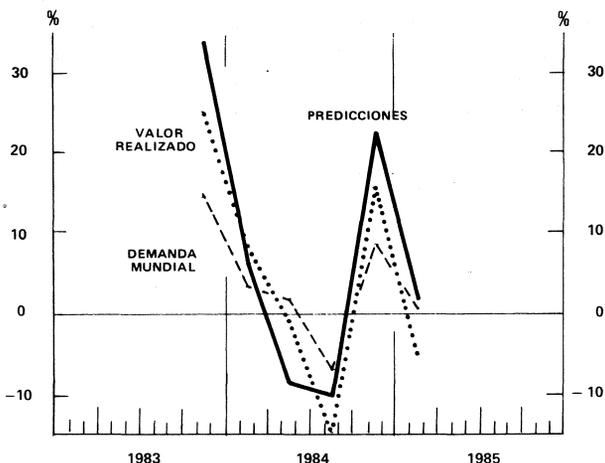
ciones que bastan para justificar el error observado en la estimación en el primer trimestre del año, y su corrección supone una vuelta a una senda de expansión acorde con el desarrollo observado en las variables determinantes de la exportación. Se puede hacer un ejercicio, consistente en analizar cómo se ha comportado la exportación en las distintas zonas geográficas y ver cuál es su previsible evolución para los próximos meses del año.

En los países de la CEE, la tasa de crecimiento de la exportación en el período enero-mayo, en relación con los mismos meses del año anterior, ha sido del 10,8 %. Si no se hubiera producido la pérdida de ventas por los hechos antes mencionados, dicha tasa se habría situado en un 14 %, aproximadamente. Se puede suponer que este crecimiento se mantendrá en los meses restantes del año —previsión esta muy moderada, dado el perfil de la exportación en 1984—, con lo que se obtendría un crecimiento medio anual del orden del 13 %: un 6 %, aproximadamente, en términos reales. Este desarrollo sería totalmente acorde con las previsiones sobre evolución del mercado de la CEE y competitividad de nuestros productos en la zona.

Las exportaciones a los Estados Unidos en los cinco primeros meses del año se incrementaron en un 0,9 %, en pesetas. Si se prescinde de los productos siderúrgicos, la tasa de variación pasa a ser del 21,2 %. Suponiendo, igualmente, que esta tasa se mantenga para el resto del año, sin incluir los productos siderúrgicos, y que estos reduzcan su valor

Exportación de mercancías

(Tasas de crecimiento real) (*)



(*). Las tasas de variación se refieren al período precedente y no están anualizadas. Series originales. FUENTE: B.E.

Exportaciones de mercancías

Tasas de variación (a)

	83-IV	84-I	84-II	84-III	84-IV	85-I
Valores corrientes (b)	32,1	102,0	5,6	- 0,1	-2,7	11,7
Valores unitarios	13,0	10,4	14,8	19,6	7,3	3,7
Valores reales (b)	16,9	83,0	-8,0	-16,5	-9,3	7,7

FUENTE: DGA, BE y Secretaría de Estado de Comercio.

(a) Sobre el período precedente, elevadas a tasa anual.

(b) Series desestacionalizadas.

en 35.000 millones de pesetas, se tiene un crecimiento medio anual en pesetas corrientes del orden del 2 %, lo que supone un descenso, en términos reales, superior al 5 %.

Suponiendo, en fin, un desarrollo de nuestras exportaciones al resto de las áreas económicas mundiales acorde con la evolución registrada en los primeros meses del año actual, se ha estimado en un 15 % el descenso real medio anual de la exportación a los países de la OPEP, y en un 3 %, aproximadamente, el crecimiento conjunto a los países del COMECON, resto de América y resto del mundo. Teniendo en cuenta la importancia relativa de cada uno de los mercados considerados en la composición de la exportación, resultaría un crecimiento medio anual real, para el año 1985, ligeramente superior al 2 %.

Puede concluirse, por tanto, que las exportaciones de mercancías españolas pueden alcanzar, en el año actual, una tasa de crecimiento medio anual real modesta, pero claramente positiva, con una recuperación importante, a lo largo del año, en relación con el nivel alcanzado al finalizar 1984. Para ello resultará fundamental que se cumplan las previsiones existentes actualmente sobre la evolución del comercio mundial, y en particular, por su especial relevancia para España, del comercio europeo.

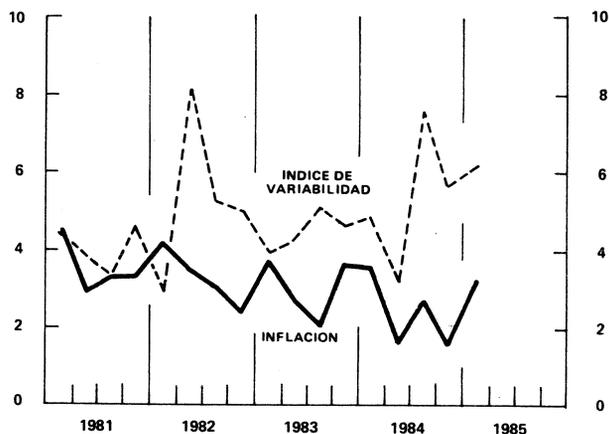
APENDICE II

La variabilidad de la inflación

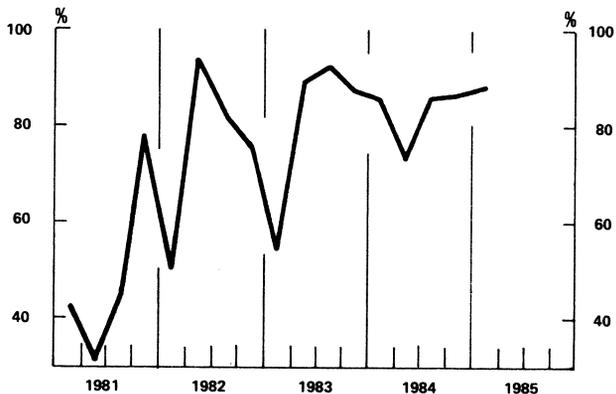
El proceso de desaceleración de la inflación en España durante los últimos años se ha caracterizado por un incremento de la heterogeneidad en el movimiento de los precios de los diferentes productos que integran la cesta del índice de precios de consumo. En el gráfico 1, se han representado conjuntamente las tasas de variación intertrimestral del IPC y un índice de variabilidad de los precios relativos, definido como la desviación típica ponderada de las tasas de variación intertrimestral de las 58 rúbricas desagregadas del IPC. Puede verse que, desde 1981, la tendencia a la desaceleración de la inflación se ha visto acompañada de una tendencia al crecimiento de la variabilidad de los precios relativos. Este hecho, en una etapa en la que no se han registrado significativas perturbaciones exteriores de precios y en la que el comportamiento alcista ha correspondido, sobre todo en algunos años, a los precios de los productos de origen agrario, refleja, probablemente, la existencia de elementos de rigidez que afectan a la inercia del proceso inflacionista y de las expectativas de inflación. Cuando algunos precios —en este caso, los precios de los alimentos— muestran resistencia a la desaceleración, contribuyendo al aumento de la variabilidad de los precios relativos, estas tensiones tienden, con mayor o menor retraso, a difundirse al resto de los precios y a consolidar las expectativas inflacionistas.

Si se descompone el índice de variabilidad en la parte atribuible a cada uno de los grandes componentes del IPC, se puede comprobar que la mayor contribución corresponde a la variabilidad interna de los precios de los alimentos sin elaborar, definida como la desviación típica ponderada de las tasas intertrimestrales de variación de las rúbricas que integran este componente. Como puede verse en el gráfico 2, la participación porcentual de la variabilidad de los precios de los alimentos sin elaborar en la variabilidad total del IPC muestra una tendencia al crecimiento, situándose por encima del 85 % en los últimos trimestres. Estos datos presentan indicios de que las bruscas alteraciones de algunos precios de los alimentos sin elaborar han estado actuando como un importante factor de resistencia a la desaceleración de la inflación.

Inflación y variabilidad de precios relativos



Participación de los precios de los alimentos sin elaborar en el índice de variabilidad



APENDICE III

Regulación de precios, restricciones al comercio exterior e inflación

La resistencia a la baja mostrada por los precios al consumo, en los primeros meses de 1985, demanda una cierta atención hacia el papel desempeñado, en este sentido, por las intervenciones públicas en el proceso de formación de precios y por la rigidez de los mercados.

Para evaluar la incidencia que tanto los sistemas de regulación de precios como los regímenes de comercio no liberalizado han podido tener en el comportamiento de la inflación en los últimos meses, conviene examinar la información disponible sobre cada una de las rúbricas del IPC afectadas por los diversos sistemas de regulación y analizar comparativamente sus ritmos de crecimiento. Con este objetivo, se ha elaborado el cuadro adjunto, en el que se clasifican los distintos productos que componen la muestra del índice de precios de consumo de acuerdo con la tasa de inflación acumulada en los doce meses que acaban en abril de 1985, según se encuentren afectados o no por los diversos sistemas de regulación que inciden en la formación de precios.

Para clasificar los sistemas de regulación, se ha distinguido entre los que se refieren directamente a la fijación de precios y los que se refieren a la existencia de restricciones en el comercio exterior. Entre los primeros, se han considerado tanto el sistema de regulación de precios por la Junta Superior como la regulación en campaña de los precios agrarios. Entre los segundos, se han considerado los diferentes regímenes de comercio no liberalizado, distinguiendo según se trate de comercio globalizado, de comercio bilateral o de comercio de Estado.

El sistema de regulación administrativa por la Junta Superior de Precios ha experimentado, entre 1975 y 1981, una liberalización paulatina, que se ha manifestado en una reducción progresiva en el número de productos sometidos a intervención. En 1975, los productos intervenidos eran 174; en 1981, se habían reducido a 35, y en la actualidad son 34 (28 en régimen de precios autorizados y 6 en régimen de precios comunicados). La aplicación de este criterio de clasificación a los componentes desagregados del índice de precios de consumo presenta algunas dificultades, puesto que no es posible una perfecta identificación entre los niveles de desagregación del IPC y las rúbricas de los productos intervenidos. En aquellos casos en los que la identificación es

más problemática, se ha señalado expresamente el producto sometido a regulación. La ponderación de la totalidad de los componentes intervenidos por este criterio de clasificación en el índice de precios al consumo se sitúa en torno al 19 %.

El sistema de regulación en campaña de los precios agrarios se refiere a los precios percibidos por los agricultores, y afecta sólo de manera indirecta a los precios de consumo. En la actualidad, los productos sometidos a regulación en campaña son 17, que se corresponden, con dificultades de identificación similares a las ya señaladas, con cinco rúbricas del índice de precios al consumo.

Por último, los productos sometidos a regímenes de comercio no liberalizados afectan, total o parcialmente, a 24 de los 58 componentes desagregados del IPC, siendo el grupo de productos alimenticios el más afectado por la intervención del comercio exterior. Concretamente, los artículos sometidos a este tipo de regulación suponen un 60 % del componente de alimentos sin elaborar, que tradicionalmente se ha caracterizado por mostrar una importante variabilidad, actuando, con frecuencia, como un fuerte factor de inercia de la inflación interior.

La clasificación realizada en el cuadro adjunto con los datos de la inflación acumulada en los doce meses que acaban en abril de 1985 refleja algunos indicios del posible sesgo inflacionista del conjunto de regulaciones que afectan al proceso de determinación de los precios.

Los productos sometidos a regulación por la Junta Superior de Precios no presentan una clara asociación con las tasas de inflación más elevadas. Existen productos que han registrado incrementos superiores a la media, pero también existen otros cuyos precios regulados se han situado por debajo del nivel medio de inflación. Cabe, sin embargo, distinguir un cierto patrón de comportamiento, según el cual los precios de los productos alimenticios sometidos a regulación han tendido, en general, a situarse en los estratos de mayor inflación, con las únicas excepciones del pan y los aceites y grasas, mientras que los precios de los productos no alimenticios sometidos a este tipo de regulación han solido situarse por debajo del crecimiento acumulado por el índice general.

Relación entre las tasas de inflación acumuladas en los doce meses que acaban en abril de 1985 y los diferentes sistemas de regulación

Clasificación de las rúbricas del IPC según las tasas de inflación	Clasificación según los sistemas de regulación				
	Regulación de precios		Regulación del comercio exterior		
	Por la Junta Superior	En campaña agraria	Comercio globalizado	Comercio bilateral	Comercio de estado
Superior al 11 %					
Vacuno fresco	X	X			X
Cordero fresco		X			X
Pollo					X
Pescado fresco					
Huevos				X	X
Frutas frescas				Cítricos	
Café, té y similares				Café	X
Tabaco rubio					
Vestido: telas			Algodón		
Prendas exteriores de mujer			Algodón		
Universidad	X				
Hortalizas frescas					
Preparados de hortalizas					
Otros alimentos					
Calzado caballero					
Calzado señora					
Calzado niño					
Artículos de limpieza					
Publicaciones					
Entre el 9 % y el 11 %					
Cereales		X			Arroz
Leche	X	X			X
Azúcar y derivados	X			X	X
Bebidas alcohólicas					Algunas
Prendas exteriores de varón			Algodón		
Prendas interiores de varón			Algodón		
Prendas interiores de mujer			Algodón		
Menaje: textiles			X		
Enseñanza general básica	X				
BUP y Formación profesional	X				
Productos lácteos					
Otras frutas					
Bebidas no alcohólicas					
Complementos					
Menaje y repuestos					
Medicina					
Objetos recreativos					
Turismo					
Inferior al 9 %					
Pan	X				
Cerdo fresco					X
Otras carnes			X		
Aceites y grasas		Girasol y soja			X
Tabaco negro			Aceite oliva		X
Gastos en vivienda	X				
Productos farmacéuticos	X				
Transporte público urbano	X				
Transporte público interurbano	X				
Comunicaciones	X				
Preparados de pescado					
Patata					
Reparación de calzado					
Vivienda en alquiler					
Vivienda en propiedad					
Muebles					
Aparatos domésticos					
Servicios de hogar					
Transporte privado					
Esparcimiento					
Uso personal					

Este patrón de comportamiento parece reflejar que, durante el período considerado, la regulación de precios realizada por la Junta Superior ha tendido a adecuar los incrementos autorizados al objetivo de inflación fijado por el gobierno, salvo en el terreno de los precios de productos agrarios cuya regulación parece haberse encontrado fuertemente condicionada por la fijación previa de los precios de los productos sometidos a regulación en campaña. En efecto, casi todos los productos sometidos a autorización previa por la Junta Superior que han registrado un crecimiento acumulado superior a la media están sometidos también a regulación en campaña.

La incidencia de la regulación del régimen de comercio parece presentar, durante el mencionado período, una evidencia más concluyente. En efecto, existe un cierto grado de asociación entre productos sometidos a restricciones en el comercio exterior y unas tasas de inflación más elevadas. En este sentido, la experiencia de este último período parece reflejar que los distintos regímenes de comercio no liberalizado han podido impedir, vía eliminación de la competencia exterior, el efecto moderador que sobre las tensiones alcistas interiores podrían haber tenido las importaciones de algunos productos, sobre todo de productos alimenticios, que son, como se ha dicho anteriormente, los más afectados por este tipo de regulación.

Si se desdobra el componente alimenticio del IPC en un índice de precios de productos alimenticios sometidos a algún tipo de restricción en el comercio exterior y en un índice de precios de productos alimenticios con comercio exterior liberalizado, la tasa de crecimiento anual del primero se ha situado, durante el último año y medio, sistemáticamente, por encima de la tasa anual del segundo. En el primer trimestre de 1985, la tasa de crecimiento medio anual de los precios de los productos alimenticios no liberalizados se situaba en el 13,1 %, mientras que la tasa de crecimiento medio anual de los productos alimenticios liberalizados era del 9,6 %.

Un análisis retrospectivo hasta 1981, que abarca todo el período en el que se ha mantenido relativamente invariable el actual sistema de regímenes comerciales, refleja que, en los años 1982 y 1984, en los que el componente alimenticio del IPC ha actuado de forma más inflacionista, creciendo por encima del índice general, la mayoría de las rúbricas de dicho componente que se pueden identificar con los productos sometidos a restricciones en el comercio exterior ha contribuido de manera significativa a este comportamiento desfavorable.

Regulación financiera: segundo trimestre de 1985

Las novedades registradas en la regulación financiera, durante el segundo trimestre de 1985, han sido particularmente numerosas. En el terreno de los coeficientes, la ley 13/1985, pendiente de desarrollo normativo, ha fijado el marco general al que se ajustarán, en lo sucesivo, las inversiones obligatorias de las instituciones financieras, cerrando así el proceso de actualización abierto con la nueva regulación del coeficiente de caja. Mayores innovaciones incorpora la reformulación del coeficiente de garantía, incluida en la citada ley, al relacionar ahora los recursos propios con los riesgos activos, dinerarios y de firma, e imponer la consolidación de balances para conocer el verdadero volumen de los recursos propios de las entidades integradas en un grupo financiero. La misma ley autoriza al gobierno para obligar a las entidades de depósito a publicar sus balances consolidados y cuanta información pueda ser significativa para sus accionistas y depositantes.

Las aportaciones anuales del Banco de España y de los bancos al Fondo de Garantía de Depósito en estos últimos han sido elevadas hasta el 1,2 por mil de los depósitos, mientras se establecía la obligación de informar semestralmente sobre los saldos cubiertos por el fondo correspondiente a las cooperativas de crédito. En materia de tipos de interés, las comunidades autónomas, las sociedades de refianzamiento y segundo aval y las juntas sindicales de las bolsas, en cuanto intermediarios financieros, se han incorporado a la lista de titulares para los que sus depósitos en el sistema bancario gozan de libre remuneración. Se han dictado normas relativas a la captación de recursos por operaciones de seguro de las entidades de depósito, en el sentido de prohibirles ampliar su actividad a nuevas modalidades, de excluir las de los coeficientes específicamente bancarios, y de conceder un plazo de dos años para la total separación económico-financiera de estas operaciones respecto al resto de su actividad. Por otra parte, ha sido levantada la suspensión que pesaba sobre las ampliaciones de capital de las entidades de depósito, liberadas con cargo a las cuentas de actualización.

Un área especialmente afectada por la regulación de los últimos meses ha sido la del control de cambios. Así, se han dictado nuevas instrucciones para la dotación de provisiones en moneda extranjera, básicamente como consecuencia de la normativa referente al riesgo de país; se han modificado las franquicias dinerarias para el paso de fronteras; se han liberalizado nuevos tipos de inversiones extranjeras en España; se han dictado normas operativas para las operaciones invisibles corrientes recientemente liberalizadas y para las oficinas de cambio de moneda extranjera en establecimientos turísticos, y se

han modificado las normas relativas al mercado de divisas a plazo, donde, entre otras novedades, ya es posible, para los residentes, la cobertura del riesgo de cambio derivado de los préstamos en divisas.

Finalmente, se ha regulado por ley el régimen fiscal de determinados activos financieros, en particular los emitidos a descuento y los remunerados en especie, introduciendo cambios que pueden tener grandes repercusiones en los mercados financieros. Esta misma ley ha dado nueva formulación a las obligaciones de información de los fedatarios públicos e instituciones financieras, respecto a la Administración Tributaria, aspecto sobre el que también incide la reciente reforma de la Ley General Tributaria.

Intermediarios financieros: coeficientes de inversión

Dado el heterogéneo contenido de la ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, que abarca incluso más campos de los que figuran en su enunciado, su articulado se comentará bajo varios epígrafes diferentes.

Comenzando por el coeficiente de inversión, la ley 13/1985 establece un marco general que permite un amplio abanico de posibilidades a la hora de fijar su desarrollo reglamentario, todavía pendiente en el momento de redactar estas líneas. Afecta a bancos, cajas de ahorro y demás entidades que tengan como actividad típica la de tomar dinero de terceros, en forma distinta de la suscripción de acciones o participaciones, a fin de prestarlo o colocarlo en inversiones financieras, exceptuando aquellas entidades cuya regulación específica les obligue a invertir la totalidad o una parte apreciable de sus recursos en activos distintos de los aptos para cubrir las inversiones obligatorias que regula la ley, o les prohíba invertir en tales activos.

Para determinar las inversiones obligatorias, que se añaden a las establecidas en la ley 26/1983, de 26 de diciembre, sobre coeficientes de caja de los intermediarios financieros, se tendrán en cuenta los recursos que fije el Ministerio de Economía y Hacienda, entre los ajenos captados, garantizados o intermediados por la entidad, siempre que esté obligada a su devolución y sea cual sea su instrumentación jurídica. Entre estos recursos, de los que podrán exceptuarse los obtenidos mediante movilización de activos y los que impliquen su inversión en activos específicos, no estarán incluidos los que provengan

de entidades con coeficiente de inversión o de las entidades oficiales de crédito. Esta definición posibilita que los recursos computables puedan ser mucho más amplios que los actualmente vigentes.

Las inversiones obligatorias, que podrán determinarse tanto en relación a saldos como a incrementos de los pasivos computables, habrán de destinarse a financiar el sector público español, u otros proyectos que tengan por objeto el fomento de exportaciones, la inversión o el empleo, la protección de sectores retrasados o en reestructuración, y necesidades de carácter social. Corresponde al gobierno, sin perjuicio de las facultades de las comunidades autónomas, determinar los activos de cobertura para las diferentes entidades y fijar límites, máximos y mínimos, a su rentabilidad.

Los activos calificados por las comunidades autónomas, en uso de sus competencias sobre cajas de ahorro y cooperativas de crédito, no podrán exceder del 20 % de los activos de cobertura de las entidades afectadas, excluidos los títulos emitidos por el Tesoro o el Estado, o destinados a financiar el Crédito Oficial u operaciones sustitutivas de éste. El porcentaje antes citado se aplicará, además, sobre la parte que los recursos computables captados en el territorio de cada comunidad autónoma representen respecto al total de recursos computables de la entidad.

El nivel máximo que pueden alcanzar las inversiones obligatorias es del 35 % de los citados recursos computables. Corresponde al gobierno establecer su cuantía, con una doble limitación: el tramo de deuda a corto o medio plazo, emitida por el Tesoro o el Estado, no puede superar los 15 puntos porcentuales, y el conjunto de los demás tramos no puede superar el 25 % de los recursos computables. El Banco Exterior de España destinará la totalidad de su coeficiente a financiar exportaciones, y las cajas rurales, hasta el 25 % de los pasivos computables, al fomento de la agricultura, industrias agrícolas y mejora del medio rural.

En el terreno de las autorizaciones, al Ministerio de Economía y Hacienda se le faculta para establecer, a propuesta del Banco de España (en quien podrá delegar estas funciones), la definición de las técnicas de cómputo del coeficiente y la determinación de los conceptos contables que definan los activos y recursos computables mencionados en la ley y en las disposiciones que la desarrollen. Al Banco de España se le encomienda la vigilancia del cumplimiento del coeficiente, sin perjuicio de que las comunidades autónomas puedan ejercerla dentro del ámbito de sus competencias.

Hasta que se produzca el desarrollo reglamentario de la ley, las entidades deberán cumplir la anterior normativa sobre inversiones obligatorias, siendo facultad del Ministerio de Economía y Hacienda y del Banco de España el establecimiento de los planes de adaptación que puedan ser necesarios. Entre las muy abundantes y explícitas disposiciones derogatorias, destacan, en lo referente a inversiones obligatorias, toda la anterior normativa de los coeficientes de inversión y la desaparición de los coeficientes de regionalización de inversiones de las cajas de ahorro y de financiación a largo plazo de bancos y cajas de ahorro.

Entidades de depósito: recursos propios

El segundo campo modificado por la ley 13/1985 es el volumen mínimo de los recursos propios que deben mantener las entidades de depósito. A diferencia del ahora desaparecido coeficiente de garantía, que relacionaba los recursos propios con los ajenos, la nueva normativa determina, en la forma que establezca el gobierno a propuesta del Banco de España, los recursos propios, en función del volumen de los activos, avales, garantías y demás compromisos, y dependiendo del grado de riesgo inherente a las diferentes clases de cada uno de ellos.

La ley detalla qué se consideran como recursos propios, concepto que incluye como novedad las financiaciones subordinadas recibidas, y, para su determinación, establece la obligación de consolidar los balances y cuentas de resultados de las entidades de depósito con los de otras entidades de depósito o financieras (sin incluir las entidades aseguradoras) con las que forme una unidad de decisión y exista una participación económica, cuya cuantía debe fijar el gobierno. Se entiende que existe unidad de decisión, cuando la entidad de depósito controla, directa o indirectamente, a las demás entidades; o es controlada por ellas; o la entidad de depósito y las financieras son controladas, siempre directa o indirectamente, por una persona o entidad cuyas cuentas no debieran consolidarse, de acuerdo con lo dispuesto en la ley.

Tras concretar los supuestos en los que se considerará que una entidad controla a otra, el establecimiento de las normas de consolidación se delega en el gobierno, a propuesta del Banco de España. Este último y, en su caso, las comunidades autónomas podrán requerir a las entidades afectadas cuanta información precisen, incluyendo la consulta de sus libros, documentación y registros, a fin de comprobar

la consolidación realizada y los riesgos conjuntos del grupo. Cuando exista presunción de control entre entidades que no hayan consolidado sus cuentas, el Banco de España y las comunidades autónomas competentes podrán solicitar información de dichas entidades, con el único fin de determinar si procede la consolidación.

También al gobierno, previo informe del Banco de España (en quien podrá delegar esta función), corresponde imponer a las diferentes entidades de depósito, o al grupo del que formen parte, límites máximos, en función de sus recursos propios, a sus inversiones (directas o a través de entidades instrumentales) en inmuebles y otros activos materiales, en acciones y participaciones, así como a sus activos y pasivos en moneda extranjera, y a sus riesgos con una persona o grupo.

Cuando los recursos propios de una entidad de depósito, o de su grupo, no alcancen los niveles que se establezcan, aquélla quedará obligada a destinar a reservas la parte de sus beneficios que fije el gobierno. En este caso, o si sobrepasa los límites citados en el párrafo anterior, no podrá abrir nuevas oficinas, salvo autorización del Banco de España, quien deberá informar favorablemente las autorizaciones que correspondan a las comunidades autónomas.

En todo caso, las cajas de ahorro deberán dedicar a reservas o fondos de previsión genéricos el 50 % de sus excedentes, por lo menos. Este porcentaje podrá ser reducido, bien por el Banco de España, cuando los recursos propios superen en más de un tercio los mínimos establecidos, bien por el Ministerio de Economía y Hacienda, a petición del Banco de España y previa consulta con la autoridad competente para la aprobación y vigilancia de la obra benéfico-social, cuando con el fondo resultante tras aplicar dicho porcentaje no pueda atenderse la inversión o el mantenimiento de obras sociales, propias o en colaboración, anteriormente autorizadas.

Este apartado concluye eximiendo de alcanzar las mayorías de socios previstas en el artículo 58 de la Ley de Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas, para que se consideren válidamente constituidas las juntas generales de los bancos cuyo contenido sea acordar o autorizar ampliaciones de capital o emisiones de obligaciones computables como recursos propios. A estos efectos, el único requisito será la concurrencia de 2/3, por lo menos, del capital desembolsado, en primera convocatoria, o la mitad, en segunda.

Las atribuciones del Ministerio de Economía y Hacienda y del Banco de España respecto a definiciones

contables, normas de cómputo, vigilancia, etc., son iguales a las citadas en el apartado correspondiente a los coeficientes de inversión. La única diferencia radica en que el plan de adaptación de los recursos propios será fijado por el Banco de España.

Mención especial merecen las mejoras que, en la información que las entidades de depósito deben hacer pública, pueden derivarse de la repetida ley 13/1985, ya que tanto los balances y cuentas de resultados así consolidados, como otras informaciones sobre la estructura patrimonial de las entidades de depósito que se juzguen relevantes para sus accionistas y depositantes, deberán hacerse públicas cuando lo establezca el gobierno.

Entidades de depósito: incumplimiento de coeficientes

Durante la crisis bancaria, la exención, total o parcial, de la obligación de cumplir los coeficientes ha sido uno de los mecanismos habitualmente utilizados por la autoridad monetaria para ayudar al saneamiento de las entidades afectadas.

Complementando la regulación jurídica de todos los coeficientes referentes a las entidades de depósito, esta posibilidad ha sido contemplada por la ley 13/1985, de 25 de mayo, que contiene una autorización al gobierno para que, a propuesta del Ministerio de Economía y Hacienda y previo informe del Banco de España, pueda eximir hasta del 80 % de la cobertura de cualquier coeficiente a aquellas entidades o grupos consolidados que encuentren graves dificultades para su cumplimiento. A este fin, las entidades o grupos deberán presentar al Banco de España un plan que asegure el restablecimiento de la cobertura total, en un período máximo de cinco años.

Fondos de garantía de depósitos

Al regular la forma de financiación de los diferentes fondos de garantía de depósitos, el RD 18/1982, de 24 de septiembre, estableció que su patrimonio se nutriría con aportaciones anuales de las entidades agrupadas en cada uno de ellos, equivalentes al uno por mil de sus depósitos, y con aportaciones del Banco de España, por igual importe. No obstante, se previó la posibilidad de modificar la cuota antes citada, pudiendo el gobierno elevarla hasta el dos por mil (cuando el saldo de los anticipos del Banco de España a alguno de los fondos llegara a superar cuatro veces la cuantía de la última aportación conjunta del Banco de España y de las entidades afectadas), o

el Banco de España disminuirla (cuando, previa liquidación de sus anticipos a algún fondo de garantía, éste alcanzase cuantía suficiente para el cumplimiento de sus fines).

Ante el incremento de los anticipos del Banco de España al Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, y con el objeto de financiar su devolución en un plazo previsto de seis años, el RD 740/1985, de 24 de abril, ha elevado la aportación anual de los bancos al citado fondo, hasta el 1,2 por mil de sus depósitos.

Dado que este incremento se aplica incluso a la aportación de 1985, calculada sobre el saldo de depósitos a finales del año anterior, el Banco de España debía fijar la fecha de pago de las diferencias entre lo ya desembolsado y lo que corresponde con la nueva regulación. La fecha establecida fue el 28 de junio pasado.

Con el fin de revisar, si procede, el nivel ahora fijado, a partir de 1986, el Banco de España, antes del cobro de las aportaciones de los bancos, deberá informar anualmente al gobierno, a través del Ministerio de Economía y Hacienda, de la evolución de los depósitos bancarios y de los recobros, relativos a activos adquiridos en 1985, que el Fondo pueda haber obtenido en el ejercicio precedente.

En relación al Fondo de Garantía de Depósitos en Cooperativas de Crédito, la CBE núm. 14/1985, de 23 de abril, ha establecido, para las entidades que lo integran, la obligación de informar semestralmente al Banco de España sobre los saldos cubiertos por el citado fondo. La información se referirá al último día de cada semestre natural y deberá obrar en poder del Banco de España dentro del mes siguiente. Excepcionalmente, la primera información, correspondiente a finales de 1984, debió enviarse antes del 15 de mayo de 1985.

Tipos de interés

En su anterior redacción, la CBE núm. 13/1981, de 24 de febrero, establecía ya la libre remuneración de las operaciones pasivas de las entidades de depósito, cualesquiera que fuesen su modalidad y su plazo, siempre que su titular fuese un banco, caja de ahorros (incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorros), cooperativas de crédito o sección de crédito de una cooperativa del campo, entidad oficial de crédito (además del Instituto de Crédito Oficial), sociedad mediadora en el mercado de dinero, sociedad de garantía recíproca, entidad aseguradora, so-

ciudad o fondo de inversión mobiliaria, entidad de financiación, sociedad de crédito hipotecario, fondo de regulación del mercado hipotecario, diputación provincial, ayuntamiento o cabildo insular.

Esta lista de instituciones ha sido actualizada por dos nuevas redacciones del apartado correspondiente (de 23 de abril y 17 de julio de 1985), que han incorporado las comunidades autónomas, en virtud de una comunicación de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, que ratifica el criterio análogo aplicable a esta normativa; las sociedades de refianzamiento y segundo aval, según lo dispuesto en la OM de 26 de octubre de 1982, y las juntas sindicales de las bolsas de comercio, en lo que se refiere a sus operaciones de intermediación financiera, y sin incluir los saldos a nombre de los agentes, de acuerdo con lo establecido en el OCBE de 30 de marzo de 1984.

Banca privada: emisiones de capital liberadas

Al amparo de las facultades que, en materia de ampliaciones de capital, concedió al Banco de España la OM de 20 de septiembre de 1974, la CBE 9/1984, de 28 de marzo, dejó en suspenso las ampliaciones de capital total o parcialmente liberadas con cargo a las cuentas de actualización reguladas en la citada circular. Esta suspensión ha quedado sin efecto con la CBE núm. 17/1985, de 24 de mayo, que ha declarado derogado el párrafo que la contenía.

Operaciones de seguro

Los recursos por operaciones de seguro constituyen uno de los pasivos del sistema crediticio, en particular, de algunas cajas de ahorro. Su saldo venía experimentando un rápido crecimiento (265 % en los tres últimos años), por lo que fueron incluidos en la definición de activos líquidos del público y en los pasivos computables del coeficiente de caja. Obedecen estos saldos a la posibilidad, recogida desde hace tiempo en los estatutos algunas cajas de ahorro, de realizar determinadas operaciones intermedias entre la captación bancaria de recursos y la actividad puramente aseguradora. Precisamente, este carácter mixto había llevado a un cierto vacío legal en su regulación, que ahora ha quedado cubierto.

Entre sus disposiciones adicionales, la ley 13/1985, de 25 de mayo, recoge la prohibición de que las entidades de depósito (u otras distintas de las reguladas

por la ley 33/1984, de 2 de agosto), anteriormente autorizadas a efectuar operaciones de seguro diferentes de las de la Seguridad Social obligatoria, puedan ampliar su actividad a nuevas modalidades de seguro. Además, las operaciones de seguro, que en lo sucesivo no estarán sometidas a los coeficientes de caja, inversión u otros específicos de la actividad bancaria, deberán llevarse con absoluta separación contable y económico-financiera respecto al resto de operaciones que realicen.

En el plazo máximo de dos años, las citadas entidades deberán contar con un patrimonio afecto exclusivamente a las operaciones de seguro, jurídicamente separado de los demás elementos patrimoniales de la entidad, y sólo dedicado a responder de las resultas de tales operaciones. A estas entidades les serán de plena aplicación las normas específicas reguladoras de la actividad aseguradora, con excepción de lo relativo a la denominación, objeto social y régimen de estatutos. Por último, a partir del 28 de mayo de 1985, no podrán ser cesionarias, en todo o en parte, de carteras de seguros.

Entidades delegadas: provisiones en moneda extranjera

La publicación de la CBE núm. 34/1984, de 16 de octubre, sobre riesgo de país, y la experiencia obtenida desde la aparición de la CBE núm. 15/1984, de 4 de mayo, han aconsejado la derogación de esta última, introduciendo algunas novedades en la regulación de las normas sobre provisiones en moneda extranjera, que están recogidas en la CBE núm. 15/1985, de 30 de abril.

Afectan estas novedades, en primer lugar, a las entidades delegadas sometidas al régimen general, ya que se les ha autorizado a materializar en moneda extranjera las provisiones sobre riesgo de país, y no sólo sobre los riesgos individualizados concretos, que ya les permitía la normativa anterior. Las divisas adquiridas para materializar las citadas provisiones habrán de mantenerse ininterrumpidamente en colocaciones activas de vencimiento no superior al del riesgo provisionado, o a su fecha probable de baja en balance, hasta que, con cargo a la provisión efectuada, se produzca la baja, total o parcial, en balance del activo provisionado, o hasta que, por cualquier causa, se deshaga, total o parcialmente, la provisión efectuada.

En el primer caso, la divisa correspondiente se aplicará a la cancelación de fondos pasivos en moneda extranjera. En el segundo, o si se cobran acti-

vos con posterioridad a su baja en balance, la divisa adquirida será cedida al Banco de España, al tipo de cambio de adquisición.

Las entidades delegadas inscritas en la sección de «Banca Extranjera» del Registro de Bancos y Banqueros están sometidas a un régimen especial, dado que sólo pueden materializar en moneda extranjera las provisiones relativas a riesgos individualizados concretos con residentes en España denominados en moneda extranjera.

Continúan sin variación los anteriores límites a estas provisiones (3 % de los activos correspondientes) y las normas comunes a ambos regímenes. Han variado la contabilización, según se trate de riesgos individualizados o genéricos de un país, y algunos aspectos de la comunicación al Departamento Extranjero del Banco de España de las provisiones en moneda extranjera efectuadas.

Control de cambios

Dentro del apartado de control de cambios, se han producido novedades en varios frentes.

a) *Viajes al extranjero.* En relación con las franquicias dinerarias para viajes al extranjero, una OM de 24 de mayo de 1985 ha modificado el régimen establecido por OM de 30 de junio de 1979, parcialmente modificada por OM de 23 de diciembre de 1981.

Para viajes y estancias en el extranjero, los límites ahora fijados para la adquisición de divisas por persona son los siguientes: para viajes de turismo, 480.000 pesetas por año, sin exceder de 120.000 por viaje; para viajes de estudio o por motivos de salud, antes de iniciar el viaje, el presupuesto de gastos de hasta seis meses de estancia, y, posteriormente, los gastos realizados sin limitación; viajes profesionales o de negocios por cuenta propia, 2.100.000 pesetas por año, sin exceder de 300.000 pesetas por viaje; iguales viajes por cuenta de la empresa, 10.500.000 pesetas por empresa, con los mismos límites personales que en el caso anterior.

Dentro de los límites anteriores, que no pueden sobrepasarse sin autorización de la Dirección General de Transacciones Exteriores, podrán utilizarse tarjetas de crédito de uso internacional, emitidas por entidades españolas autorizadas. Asimismo, se han fijado las normas operativas para la adquisición de divisas destinadas a estas finalidades y las obligaciones del adquirente.

También han sido objeto de elevaciones substanciales los límites anteriormente establecidos para los medios de pago en pesetas y moneda extranjera que los viajeros residentes y no residentes pueden llevar consigo, sin necesidad de autorización, a su paso por las fronteras españolas.

b) *Inversiones extranjeras.* El RD-L 2/1985, de 30 de abril, sobre medidas de política económica, ha modificado aspectos marginales del D 3021/1974, de 31 de octubre, por el que se sanciona con fuerza de ley el texto refundido de las disposiciones legislativas sobre inversiones extranjeras en España. En concreto, se ha suprimido la necesidad de autorización del Consejo de Ministro para la transmisión a extranjeros de determinadas fincas rústicas y para la constitución o cesión de derechos reales sobre ellas a favor de extranjeros.

c) *Normas operativas.* La CBE núm. 13/1985, de 18 de abril, ha transmitido a las entidades delegadas la circular núm. 32/85, de 8 de marzo, de la Dirección General de Transacciones Exteriores, en la que se regulan las normas operativas aplicables a las operaciones invisibles corrientes liberalizadas por OM de 14 de septiembre de 1979. Finalmente, la CBE núm. 16/1985, de 30 de abril, ha actualizado la normativa referente a las operaciones de cambio de moneda extranjera que pueden realizar los establecimientos turísticos.

Mercado de divisas a plazo

La CBE núm. 18/1985, de 5 de junio, ha introducido modificaciones de signo liberalizador respecto al texto de la CBE núm. 4/1981, de 30 de enero, modificado por acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España de 3 de abril de 1984, que regulaba el mercado a plazo de divisas. Con las nuevas normas, las posibilidades de cobertura del riesgo de tipo de cambio que proporciona el mercado de divisas a plazo se amplían extraordinariamente, llegando a abarcar la casi totalidad de las transacciones principales, si bien se toman medidas de salvaguardia contra las operaciones especulativas puras.

Las novedades esenciales afectan, en primer lugar, a algunas de las operaciones a plazo que pueden realizar las entidades delegadas. No se han alterado las anteriores autorizaciones relativas a compras o ventas a no residentes, contra pesetas convertibles, y a otras entidades delegadas, contra pesetas ordinarias u otras divisas convertibles. En las operaciones con residentes, tampoco ha habido modificaciones en lo referente a las compras a plazo, con contrapartida de pesetas ordinarias y procedentes de cualquier

ingreso de balanza de pagos. Sin embargo, en las ventas a plazo a residentes, con contrapartida de pesetas ordinarias, la anterior normativa, que sólo las autorizaba si estaban destinadas al pago de importaciones definitivas de mercancías, ha sido modificada, concediendo una autorización genérica a las entidades delegadas para vender a plazo divisas convertibles, con contrapartida en pesetas ordinarias, aplicables al pago de: *a)* importaciones definitivas de mercancías, incluso con facilidad crediticia de tercero financiador; *b)* una serie de transacciones invisibles corrientes, que recoge la circular, y *c)* intereses y cuotas de amortización, correspondientes a préstamos en divisas, con vencimiento no superior a doce meses, a contar desde la fecha del contrato de venta a plazo de la divisa.

Respecto a los requisitos para la contratación de operaciones a plazo, además de completar la anterior normativa con la regulación de las operaciones ahora autorizadas, se ha establecido un plazo mínimo de dos meses para las ventas a plazo de divisas convertibles a no residentes, con contrapartida en pesetas convertibles procedentes de pagos autorizados de residentes, por cualquier concepto de balanza de pagos.

En cuanto a las incidencias que pueden producirse al vencimiento de los contratos, en el caso de las compras a residentes, si éstos no entregan total o parcialmente las divisas acordadas, las posibles diferencias por cambios a favor del vendedor (que puedan producirse con motivo de la compra al contado, por parte de la entidad delegada, de las divisas necesarias para liquidar la operación a plazo) han de ingresarse en una cuenta especial indisponible, abierta a su nombre en la entidad delegada. Se inicia así un período de 15 días, que ya existía para las ventas a plazo a residentes, durante el cual el vendedor podrá optar por mantener la cobertura, mediante la reconducción ininterrumpida de la misma, siempre que el plazo total cubierto no exceda de doce meses. Si esta opción no se ejerce en el plazo citado, el contrato se considera incumplido, y el saldo correspondiente de la cuenta indisponible ha de ingresarse en el Banco de España. Un período transitorio análogo se ha introducido para las ventas a plazo a no residentes contra pesetas convertibles, siempre que éstas provengan de pagos autorizados de residentes por cualquier concepto de balanza de pagos.

Finalmente, en lo referente a utilizar posiciones de contado de divisas convertibles para cubrir posiciones cortas a plazo de divisas convertibles contra pesetas, se ha suprimido la prohibición de aplicar las coberturas de contado a operaciones contratadas a plazo superior a seis meses.

Entidades de financiación

Cuando el RD 896/1977, de 28 de marzo, estableció, con carácter general, la regulación de las entidades de financiación, autorizó a que las entidades de financiación de ventas a plazos de bienes de equipo creadas al amparo del DL 57/1962, de 27 de diciembre, siguieran operando de acuerdo con su normativa específica.

Ahora, la ley 13/1985, de 25 de mayo, ha dispuesto que estas últimas entidades, cuyo control y disciplina estaban encomendados al Banco de España, pasen a regirse por el real decreto antes citado y por las disposiciones que lo desarrollan, normas que serán aplicables a las operaciones que realicen a partir del 28 de mayo de 1985. Las fusiones que se produzcan entre entidades sometidas, hasta ahora, a una y otra regulación gozarán de las oportunas exenciones fiscales.

También afecta a las entidades de financiación en su conjunto el contenido de una OM de 3 de junio de 1985, que regula las dotaciones mínimas obligatorias a su fondo de provisión de insolvencias. Tanto la clasificación de sus fallidos y morosos como el volumen de las dotaciones y el calendario hasta alcanzar el 100 % de los saldos fijados (que no será inferior al 1,5 % de las inversiones crediticias y riesgos de firma no avalados por entidades públicas o garantizados por hipoteca) son similares a los planteados para las entidades de depósito. La orden ministerial regula también el tratamiento fiscal de estas dotaciones.

Régimen fiscal de determinados activos financieros

Entre las múltiples causas del acelerado proceso de innovación financiera que se viene registrando en nuestro país, no han estado ausentes las motivaciones fiscales, tendentes a eludir los sistemas de control existentes en el sistema tributario. A cerrar estas vías está destinada la ley 14/1985, de 29 de mayo, que ha introducido una serie de modificaciones en la fiscalidad de determinados activos financieros —en particular, los emitidos a descuento— que pueden llegar a tener profundas repercusiones en los mercados financieros.

En lo sucesivo, a efectos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y del Impuesto sobre Sociedades, tienen la consideración de rendimientos del capital mobiliario —y, por tanto, están sometidas a retención— las contraprestaciones de todo tipo, di-

nerarias o en especie, satisfechas por la captación o utilización de capitales ajenos. En particular, tienen esta consideración las primas de emisión y amortización y las diferencias entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso, y el comprometido a reembolsar al vencimiento, en aquellas operaciones cuyo rendimiento se fije, total o parcialmente, de forma implícita a través de documentos tales como letras de cambio, pagarés, bonos, obligaciones, cédulas y cualquier otro título similar utilizado para la captación de recursos ajenos.

En lo que respecta a las retribuciones en especie, se valorarán según el precio de mercado de los bienes entregados o de los servicios prestados directa o indirectamente, debiendo practicarse la correspondiente retención del 18 % de su valor.

Hasta ahora, las remuneraciones en especie no tenían tributación en la práctica, y la remuneración implícita de los instrumentos financieros emitidos a descuento se consideraba variación patrimonial, no sujeta, por tanto, a retención.

Como excepción, no están sometidos a retención:

- a) los rendimientos de los pagarés del Tesoro ni de los títulos emitidos por el Tesoro o el Banco de España, utilizados como instrumento regulador en el mercado monetario;
- b) los intereses de las dotaciones del Tesoro al Crédito Oficial;
- c) los intereses y comisiones de préstamos que constituyan ingreso de los intermediarios financieros debidamente registrados o de establecimientos permanentes de una entidad financiera no residente, con excepción de los rendimientos de obligaciones, bonos u otros títulos;
- d) los intereses de los fondos procedentes de la emisión de obligaciones que las sociedades de empresas transfieran a sus miembros, de acuerdo con su participación en la operación crediticia y según lo dispuesto en la ley 196/1963, de 28 de diciembre;
- e) los rendimientos de las cuentas de no residentes abiertas en entidades delegadas, en pesetas o moneda extranjera, salvo que el pago se realice a un establecimiento permanente.

Para los activos sometidos a retención, se establecen dos posibilidades. La primera es el régimen general, consistente en retener el 18 % de los intereses, dinerarios o en especie, obligación que nace cuando la remuneración sea exigible. En los activos emitidos a descuento, la retención se practicará en todas y cada una de las transmisiones, calculando el 18 % sobre la diferencia entre el importe obtenido en la enajenación o reembolso y el satisfecho en la adquisición o suscripción. En este caso, la retención la practicará: en la amortización, el emisor o la institución financiera encargada de la operación; en las

transmisiones relativas a operaciones no documentadas en títulos o encomendadas a una institución financiera, la que actúe por cuenta del transmitente; en los demás casos, el fedatario público que participe, dado que, en ausencia de los mecanismos antes citados, su intervención pasa a ser obligatoria. Para proceder a la enajenación o reembolso de estos activos, es obligatorio acreditar su adquisición, por las vías citadas, y el precio al que se realizó la operación. El Ministerio de Economía y Hacienda fijará anualmente el tipo de rendimiento mínimo aplicable a cada grupo genérico de operaciones, así como el precio de mercado aplicable a las remuneraciones en especie.

La ley 14/1985 prevé también un régimen especial aplicable a determinados activos financieros, cuyas características han sido desarrolladas por OM de 30 de mayo de 1985. Es aplicable a activos emitidos a descuento, bien por entidades financieras debidamente registradas, bien por cualquier sujeto pasivo del Impuesto sobre Sociedades (con recursos propios superiores a 700 millones de pesetas), en este caso, exclusivamente en serie y con los requisitos del RD 1851/1978, de 10 de julio. Su plazo será igual o mayor de un año y menor de tres, y serán objeto de una única retención anónima, del 45 % del importe del descuento, sin contar lo cobrado en concepto de retención.

El límite nominal de emisión de activos acogidos al régimen especial es, para bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, entidades oficiales de crédito y sociedades de crédito hipotecario, del 30 % de sus depósitos a plazo, a finales del trimestre natural anterior, sin contabilizar los captados mediante la colocación de este tipo de activos. El límite, para los restantes emisores, es del 20 % de sus recursos propios, a finales del trimestre natural anterior.

El rendimiento mínimo, a efectos fiscales, de estos activos especiales será fijado trimestralmente por el Ministerio de Economía y Hacienda, en función de la información que le remita el Banco de España sobre la rentabilidad de los depósitos ordinarios a un año en los intermediarios financieros antes citados, y sobre cualquier otro aspecto que considere pertinente. Para los emitidos entre el 1 de junio y el 30 de septiembre de 1985, esta rentabilidad mínima ha sido establecida en el 10 %.

La transparencia tributaria de las operaciones con los nuevos activos, salvo los acogidos al régimen especial ya comentado, se garantiza mediante la obligación de informar a la Administración Tributaria, que recae en los retenedores. Emisores, entidades financieras o fedatarios públicos, según el caso, debe-

rán presentar, en la forma que reglamentariamente se determine y siguiendo un modelo oficial, una relación de perceptores, con sus datos de identificación, retención practicada y rendimientos obtenidos. Los títulos no sometidos a retención quedan incluidos en estas obligaciones de información, si bien, en lo referente a ellos, se cumplirán en la forma específica que reglamentariamente se estipule. Esta transparencia queda reforzada al extender a los títulos hipotecarios (cédulas, bonos y participaciones) las obligaciones de información citadas.

Dentro de este mismo campo, la ley 14/1985, concreta los deberes de información tributaria, recogidos en la ley 9/1983, de 13 de julio, y relativos a la operatoria, con títulos valores o efectos públicos, de fedatarios públicos e instituciones financieras, y a los emisores de resguardos correspondientes a inversiones en metales preciosos, filatelia, numismática, etc. (1). Mayor trascendencia puede tener la obligación de bancos, cajas, cooperativas de crédito y cuantas personas físicas o jurídicas se dediquen al tráfico bancario o crediticio, a requerimiento de la Administración Tributaria, de facilitar los movimientos de cuentas corrientes, depósitos de ahorro y a plazo, cuentas de préstamo y crédito, y demás operaciones activas y pasivas, con cualquier contribuyente, fijando el procedimiento para la obtención y utilización de estos datos. Sobre algunos aspectos de estas obligaciones, incide, igualmente, la modificación parcial de la Ley General Tributaria planteada por la ley 10/1985, de 26 abril.

Además, la ley aclara numerosos aspectos de contenido fiscal, tales como la integración de los rendimientos obtenidos con cada clase de activos en el Impuesto sobre Sociedades y en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, y el régimen de sujeciones y exenciones de diversas operaciones financieras, en relación con el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y con el Impuesto sobre el Tráfico de las Empresas.

La nueva normativa, que entró en vigor el pasado 30 de mayo, es de aplicación a los rendimientos de activos financieros que devenguen o se obtengan con posterioridad a esta fecha. No obstante, quedan excluidos de ella los activos financieros a descuento emitidos con anterioridad al 7 de julio de 1984, y los emitidos entre esta fecha y la de entrada en vigor de la ley, si su vencimiento, en este último caso, es igual o inferior a un año.

10-VII-1985.

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1983», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1983, pág. 38.

Información del Banco de España

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

Vigentes a 30 de junio de 1985

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento comercial				Préstamos y créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
SIETE GRANDES												
BILBAO	10,00	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
CENTRAL	10,00	11,75	13,50	15,00	15,50	14,00	15,50	15,75	19,00	19,00	16,00	18,00
ESPAÑOL DE CREDITO	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	18,00	(2,50)	16,00	19,50
HISPANO AMERICANO	10,00	12,25	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,00	25,00	25,00	16,00	18,00
POPULAR ESPAÑOL	10,00	11,50	13,50	14,50	15,50	14,00	15,50	16,00	24,50	24,50	16,00	20,00
SANTANDER	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	27,00	(4,50)	17,00	21,00
VIZCAYA	10,00	12,00	14,00	14,00	16,00	14,00	15,50	16,00	18,00	18,00	16,00	20,50
<i>Media simple</i>	10,07	12,00	13,82	14,75	16,21	14,00	15,50	15,96	21,64	21,30	16,14	19,54
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
ABEL MATUTES TORRES	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	14,50	15,00	17,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
ALBACETE	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ALICANTE	10,00	12,25	14,00	15,25	16,25	14,25	15,50	16,50	18,00	(2,50)	17,00	19,50
ALICANTINO DE COMERCIO	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	18,00	(2,50)	16,00	19,50
ANDALUCIA	10,00	11,50	13,50	14,50	15,50	14,00	15,50	16,00	24,50	24,50	16,00	20,00
ASTURIAS	9,50	11,50	13,25	14,50	15,50	14,00	15,00	15,75	20,00	20,00	16,75	19,00
ATLANTICO	10,00	11,75	13,75	15,00	16,00	13,50	15,50	16,00	19,00	(4,00)	16,00	20,00
B.N.P. ESPAÑA	10,50	12,50	14,50	15,50	16,00	15,00	16,00	16,50	18,00	(1,00)	16,50	18,50
BARCELONA	9,75	12,00	13,75	14,00	14,00	14,25	15,75	16,00	18,00	18,00	16,00	21,00
BARCLAYS S.A.E.	10,00	12,00	14,00	15,25	16,25	14,50	15,00	16,50	20,00	20,00	17,50	18,50
CANTABRICO	10,00	12,25	14,00	15,25	16,25	14,25	15,50	16,50	18,00	(2,50)	17,75	20,00
CASTILLA	10,00	11,50	13,50	14,50	15,50	14,00	15,50	16,00	24,75	24,75	16,00	20,00
CATALANA	9,75	12,00	13,75	14,00	14,00	14,25	15,75	16,00	18,00	18,00	16,00	21,00
CITIBANK ESPAÑA	10,00	12,50	14,50	15,50	17,00	14,50	15,75	16,25	23,00	(4,00)	16,75	20,75
COMERCIAL DE CATALUÑA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
COMERCIAL ESPAÑOL	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	25,00	(4,50)	18,00	21,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	10,00	12,00	14,00	15,00	-	14,50	15,50	16,50	17,00	18,00	16,00	18,00
COMERCIO	10,00	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
CONDAL	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO Y AHORRO	10,00	12,25	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,50	20,00	(4,00)	16,50	20,00
CREDITO BALEAR	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50	16,50	20,00
CREDITO COMERCIAL	10,00	12,25	14,00	14,00	16,50	14,25	15,75	16,50	20,00	(4,00)	16,50	20,50
CREDITO E INVERSIONES	10,00	11,75	13,50	15,00	15,50	14,00	15,50	15,75	23,00	23,00	16,00	18,00
DEPOSITOS	10,00	11,00	12,00	14,00	16,00	8,00	9,00	12,00	23,00	23,00	12,00	16,00
DESCUENTO	9,70	11,70	13,00	14,20	15,50	13,00	14,20	15,50	22,00	20,00	16,50	20,00
ETCHEVERRIA	11,00	13,00	15,00	17,00	17,50	15,00	15,00	17,00	22,00	22,00	17,00	18,00
EUROPA	10,00	12,00	14,00	15,50	16,25	14,50	15,50	16,50	22,00	(4,00)	16,50	20,00
EXPORTACION	10,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,50	17,50	18,00	19,00	22,00	18,00	22,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	10,00	12,25	14,00	15,25	16,25	14,25	15,50	16,50	18,00	(2,50)	-	-
EXTREMADURA	10,25	12,25	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
GALICIA	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50	16,50	20,00
GARRIGA NOGUES	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	18,00	(2,50)	16,00	19,50
GENERAL	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
GERONA	10,25	12,25	14,25	15,75	16,50	15,00	16,00	16,75	25,00	25,00	16,75	19,00
GUIPUZCOANO	10,00	12,00	14,00	15,50	16,50	14,00	15,50	16,50	18,00	(4,00)	16,50	19,00
HERRERO	9,75	11,75	13,50	14,50	15,50	14,00	15,25	16,00	20,00	(3,00)	16,00	19,50
HUELVA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
HUESCA	10,25	12,25	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
INTERNAC. DE COMERCIO	10,25	12,25	14,25	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	21,50	21,50	16,50	18,00
ISLAS CANARIAS	9,75	12,75	14,25	15,75	17,75	14,75	15,75	16,75	24,00	24,00	16,00	22,00
JEREZ	10,00	12,25	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,00	25,00	(4,00)	16,00	18,00

(Continuación) 2

Vigentes a 30 de junio de 1985

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento comercial					Préstamos y créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
JOVER	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	25,00	(4,00)	18,00	21,00
LATINO	10,25	12,25	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
MADRID	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	18,00	(2,50)	16,50	20,00
MARCH	10,25	12,25	14,25	15,75	16,50	15,00	16,00	16,75	25,00	25,00	16,75	19,00
MAS SARDA	10,00	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
MASAVEU	9,75	11,75	13,50	14,50	15,50	14,00	15,25	16,00	20,00	20,00	16,00	19,50
MERCANTIL DE TARRAGONA	10,00	12,25	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,00	25,00	25,00	16,00	18,00
MERIDIONAL	10,25	12,25	14,25	15,50	16,50	14,50	16,00	16,50	18,00	18,00	16,50	21,50
MURCIA	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	27,00	(4,50)	17,00	21,00
NORTE	10,25	12,25	14,25	15,50	17,00	14,50	16,00	16,50	25,00	(4,00)	17,50	18,50
OESTE	10,00	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
PASTOR	9,75	11,75	14,00	15,50	16,50	14,50	15,75	16,00	18,00	(4,00)	16,00	20,00
PENINSULAR	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
PERFECTO CASTRO CANOSA	10,00	12,00	14,00	14,00	15,00	14,50	15,50	16,50	23,00	23,00	17,00	19,00
PRESTAMO Y AHORRO	10,00	12,00	14,00	14,00	16,00	14,00	15,50	16,00	18,00	18,00	16,00	19,50
PUEYO	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	15,00	16,50	17,00	20,00	20,00	18,00	22,00
SABADELL	10,00	12,00	14,00	15,00	16,00	14,50	15,50	16,00	19,00	(2,00)	16,00	19,50
SEVILLA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
SIMEON	10,00	12,25	14,00	15,25	16,25	14,25	15,50	16,50	18,00	(2,50)	16,50	20,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	10,00	11,75	13,50	15,00	15,50	14,00	15,75	16,00	25,00	(4,00)	16,00	21,00
TOLEDO	10,00	12,00	14,00	15,00	15,00	15,50	16,00	16,50	22,00	22,00	16,50	20,00
TRELLES	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	18,00	(2,50)	16,00	19,50
VALENCIA	10,00	12,00	14,00	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	19,00	19,00	16,50	18,00
VASCONIA	10,00	11,50	13,50	14,50	15,50	14,00	15,50	16,00	24,50	24,50	16,00	20,00
VITORIA	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	22,00	(3,00)	16,00	19,50
ZARAGOZANO	10,00	12,00	14,00	15,00	15,00	15,50	16,00	16,50	22,00	22,00	16,50	20,00
<i>Media simple</i>	10,15	12,12	13,98	15,04	16,24	14,22	15,54	16,20	21,11	21,45	16,59	19,92
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
CATALAN DE DESARROLLO	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	18,00	(2,50)	16,50	20,00
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL	10,75	12,50	14,25	15,00	17,50	-	16,50	17,00	18,50	(2,00)	17,00	19,50
EXPANSION INDUSTRIAL	10,50	11,50	14,00	14,00	17,00	14,00	14,00	17,00	23,00	23,00	17,00	20,00
FINANCIACION INDUSTRIAL	10,00	12,00	14,00	14,00	16,00	14,00	15,50	16,00	18,00	27,00	15,00	18,00
FINANZAS	10,25	12,25	14,25	15,00	16,50	15,00	16,25	16,75	22,00	22,00	17,00	22,00
FOMENTO	10,00	11,75	13,50	15,00	16,00	14,00	15,50	15,75	19,00	(2,50)	16,00	18,00
GRANADA	10,25	12,25	14,25	16,00	17,00	14,75	16,00	17,00	19,00	(2,50)	16,50	18,00
HISPANO INDUSTRIAL	10,00	12,00	14,00	14,00	-	13,50	15,50	-	20,00	(3,00)	-	-
INDUSTRIAL DE BILBAO	10,25	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	20,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	10,00	12,00	14,00	15,00	15,50	15,50	16,00	17,00	23,00	23,00	17,00	20,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	11,00	13,00	15,00	15,50	16,00	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	21,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	9,75	12,00	13,75	14,00	14,00	14,25	15,75	16,00	18,00	18,00	16,00	21,00
INDUSTRIAL DEL SUR	10,00	12,00	14,00	14,00	15,00	14,00	15,50	16,00	18,00	18,00	15,50	19,50
INDUSTRIAL DEL TAJO	10,00	12,00	14,00	15,00	16,00	14,50	15,25	15,75	19,00	(4,00)	15,75	19,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	10,00	12,00	13,75	15,00	16,50	14,75	15,50	16,50	19,50	(3,00)	18,00	22,00
NOROESTE	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
OCCIDENTAL	10,00	12,00	14,00	14,00	14,50	14,00	15,50	16,00	18,00	18,00	17,00	21,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	9,75	11,75	13,00	14,75	15,00	14,25	15,50	16,00	21,00	(3,00)	16,00	17,50
POPULAR INDUSTRIAL	10,00	11,50	13,00	14,00	13,50	13,50	15,50	15,50	23,00	23,00	15,50	20,00
PROGRESO	10,50	12,50	14,00	15,00	14,00	13,00	15,75	16,50	20,00	20,00	16,50	19,50
PROMOCION DE NEGOCIOS	10,00	12,00	13,75	14,75	16,00	14,00	15,50	16,00	20,00	20,00	16,00	19,75
URQUIJO-UNION	10,00	12,25	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,00	23,00	(3,00)	16,00	18,00
<i>Media simple</i>	10,19	12,07	13,95	14,72	15,74	14,26	15,64	16,30	20,23	21,25	16,49	19,80

(Continuación) 3

Vigentes a 30 de junio de 1985

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73-81)	
	Descuento comercial					Préstamos y créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
BANCOS EXTRANJEROS												
ALLGEMEINE BANK	-	-	-	-	-	-	-	-	26,00	26,00	18,00	-
AMERICA	10,00	11,50	12,00	13,00	14,25	13,75	16,10	16,00	22,00	(3,00)	13,50	18,50
ARABE ESPAÑOL	-	-	11,00	14,00	15,00	14,00	16,00	16,50	20,00	20,00	18,00	20,00
BANKERS TRUST	-	-	-	-	-	14,50	15,00	-	25,00	(4,00)	14,25	19,25
BARCLAYS BANK INTERNAT.	10,50	12,50	14,50	16,50	17,50	15,25	15,50	18,00	22,00	22,00	18,50	19,50
BRASIL	-	-	-	-	-	-	-	-	18,00	(3,00)	16,00	19,00
BRUXELLES LAMBERT	11,00	13,00	14,50	15,50	-	14,00	14,00	-	17,00	17,00	-	-
CITIBANK	13,75	14,25	15,00	17,50	-	15,00	15,75	-	20,00	(2,00)	-	-
COMERCIAL ITALIANA	10,50	12,50	14,50	-	-	16,50	17,00	-	25,00	(2,00)	-	-
COMMERZBANK	10,00	12,00	13,75	14,25	16,25	13,75	14,50	16,50	17,75	17,75	18,00	19,50
CONTINENTAL ILLINOIS	9,50	11,25	13,00	14,25	-	15,25	15,75	-	19,25	19,25	-	-
CREDIT COMMERCIAL	-	-	10,50	14,50	-	14,00	15,00	17,00	22,00	(2,00)	18,00	21,00
CREDIT LYONNAIS	10,50	11,75	12,75	13,75	15,00	14,50	15,00	16,50	18,00	(1,00)	16,50	19,00
CHASE MANHATTAN	-	-	16,50	16,75	-	16,00	16,00	-	19,00	(3,00)	-	-
CHEMICAL BANK	-	-	-	-	-	13,40	15,00	-	-	(3,00)	12,50	14,01
DEUTSCHE BANK	-	12,50	14,00	16,50	18,00	14,50	15,75	18,00	19,00	19,00	17,00	19,00
DRESDNER BANK	16,05	-	15,70	14,15	-	16,35	16,50	-	23,00	23,00	-	-
ESTADO DE SAO PAULO	-	-	13,00	14,00	-	13,50	14,25	17,00	20,50	20,50	12,25	17,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	11,00	13,00	14,00	16,00	17,50	14,50	15,50	17,50	18,00	(2,50)	18,00	20,00
FIRST INTERSTATE	-	-	13,50	13,75	-	14,75	14,50	15,00	19,50	-	-	-
FIRST N. BANK OF CHICAGO	-	-	14,13	14,50	-	14,88	15,50	-	19,00	(4,00)	18,00	22,00
HONG-KONG	-	-	-	-	-	16,00	16,25	17,25	20,00	20,00	17,25	19,25
INDOSUEZ	11,00	13,00	14,00	15,50	17,00	14,00	15,25	17,50	20,00	20,00	15,00	20,00
LONDRES Y AMERICA DEL SUR	10,00	12,25	13,25	15,75	-	14,25	16,00	16,75	20,00	(2,00)	16,75	20,00
MANUF. HANNOVER TRUST	-	-	14,50	16,00	16,50	14,50	16,00	16,50	20,00	20,00	-	-
MIDLAND BANK	-	-	-	-	-	14,00	-	-	17,00	(3,00)	-	-
MORGAN GUARANTY	14,75	-	14,50	13,00	-	15,00	15,00	-	18,00	18,00	-	-
NACION ARGENTINA	12,00	13,50	15,00	17,00	17,50	14,75	16,50	18,00	22,00	(4,00)	16,50	21,50
NAT. WESTMINSTER BANK	-	-	16,00	15,75	-	-	-	-	23,00	(4,00)	-	-
NATIONALE DE PARIS	10,50	12,50	14,50	15,50	16,00	15,00	16,00	16,50	18,00	(1,00)	16,50	18,50
NAZIONALE DEL LAVORO	10,00	12,00	14,00	15,25	-	15,25	15,50	-	20,00	20,00	17,00	18,50
PARIBAS	-	-	14,50	15,50	-	14,50	15,50	16,75	22,00	(2,00)	16,50	20,00
REAL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROMA	10,50	-	12,50	14,50	-	13,50	14,50	-	18,00	18,00	-	-
S.G.B. BANCO BELGA	-	-	14,50	15,50	17,00	14,00	15,50	16,50	22,00	(3,00)	17,00	21,00
SAUDI ESPAÑOL	12,50	14,50	15,00	15,50	17,00	14,00	14,50	16,50	20,00	(2,50)	17,00	22,00
SOCIETE GENERALE	10,00	12,25	13,75	14,50	15,50	15,00	15,50	16,50	22,00	(3,00)	16,50	20,50
SUMITOMO BANK	-	-	-	-	-	15,00	15,00	-	20,00	(2,00)	-	-
TOKYO	-	-	-	-	-	14,50	16,00	-	23,00	(2,00)	-	-
<i>Media simple</i>	11,27	12,60	13,94	15,11	16,43	14,62	15,46	16,84	20,41	20,03	16,44	19,52
TOTAL BANCA PRIVADA												
<i>Media simple</i>	10,34	12,18	13,96	14,98	16,16	14,32	15,53	16,32	20,80	21,08	16,51	19,80

(Continuación) 4

Vigentes a 30 de junio de 1985

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento comercial				Préstamos y créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
CONFEDERACION ESPAÑOLA C.A.	—	—	11,25	14,50	15,50	13,75	14,75	15,50	17,00	(—)	15,50	18,00
ALAVA PROVINCIAL	9,50	11,50	13,00	13,50	14,00	13,00	13,00	13,00	19,00	19,00	14,00	18,00
ALBACETE	—	—	10,00	14,00	14,00	14,00	15,00	15,00	21,00	21,00	14,50	19,00
ALICANTE PROVINCIAL	10,00	10,50	11,00	14,00	16,00	13,50	13,50	14,00	17,00	(4,00)	16,00	20,00
ALICANTE Y MURCIA	9,00	11,00	13,00	14,00	16,50	12,50	14,00	15,50	18,00	(3,00)	15,00	19,00
ALMERIA	—	—	9,50	14,00	—	13,00	14,50	16,00	21,00	(6,00)	15,00	20,00
ANTEQUERA	—	—	10,25	14,00	16,00	11,00	13,00	14,00	21,00	(2,00)	14,00	19,00
ASTURIAS	9,75	11,75	13,50	15,75	17,00	14,00	14,00	14,00	20,00	(4,00)	14,00	20,00
AVILA MONTE	—	—	10,25	15,00	18,00	12,50	13,50	14,50	20,00	(5,00)	16,00	19,00
AVILA PRESTAMOS	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
BADAJOS	—	—	10,00	14,00	17,00	11,50	14,50	15,50	20,00	20,00	15,00	19,00
BALEARES	—	—	9,00	14,25	14,75	11,50	11,50	11,50	22,00	(4,00)	14,50	19,50
BARCELONA MONTE	10,00	11,50	12,50	13,50	14,00	13,50 ^{c)}	14,75 ^{c)}	15,92 ^{c)}	22,00	22,00	15,50	19,50
BARCELONA PENSIONES	9,00	9,50	10,50	11,00	13,00	11,50	13,00	14,50	22,00	(2,00)	15,50	19,50
BILBAO MUNICIPAL	—	—	9,50	14,00	14,00	12,00	13,00	14,00	22,00	(3,00)	14,00	18,00
BILBAO VIZCAINA	9,50	10,50	11,00	12,50	13,50	11,50	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
BURGOS CCO	—	—	10,00	13,75	15,50	11,00	11,00	14,00	17,00	(2,00)	14,00	17,00
BURGOS MUNICIPAL	—	—	10,00	13,75	15,50	11,50	13,50	15,00	18,00	(3,00)	14,00	18,00
CACERES	—	—	9,50	14,00	18,00	12,00	14,50	16,00	20,00	(2,00)	15,00	20,00
CADIZ	—	—	11,00	11,50	16,00	11,00	11,50	16,00	23,00	(4,00)	16,00	19,50
CARLET	—	—	8,50	—	—	13,00	13,00	13,00	24,00	(6,00)	13,00	20,50
CASTELLON	—	—	10,00	15,00	16,50	10,00	13,50	16,00	19,00	(3,00)	14,00	19,00
CATALUÑA	—	—	11,00	13,00	14,50	11,00	13,00	14,50	19,50	19,50	14,50	19,50
CEUTA	—	—	12,00	15,00	16,00	13,50	14,50	15,50	19,00	20,00	15,00	17,00
CORDOBA MONTE	—	—	10,00	15,50	17,00	11,00	13,50	15,00	19,00	22,75	14,00	21,00
CORDOBA PROVINCIAL	—	—	8,25	15,50	—	12,00	15,00	16,00	20,00	20,00	17,50	19,50
CUENCA	—	—	10,00	14,00	15,00	11,50	12,50	14,50	21,00	(3,00)	14,50	18,50
GALICIA	10,25	12,25	13,25	15,00	15,00	12,50 ^{d)}	13,25 ^{d)}	14,25 ^{d)}	20,00	(4,00)	14,00	19,00
GENERAL CANARIA	10,00	12,00	14,00	16,00	17,00	—	14,50	14,50	16,25	(1,50)	14,50	20,00
GERONA	10,00	12,00	13,75	15,00	16,00	12,50	13,50	14,50	20,00	20,00	15,00	19,00
GRANADA MONTE	—	—	9,00	15,00	16,50	12,00	14,00	15,50	20,00	(3,00)	16,00	19,00
GRANADA PROVINCIAL	—	—	9,00	15,00	16,50	12,00	14,00	15,00	20,00	(3,00)	13,00	20,00
GUADALAJARA	—	—	12,50	13,50	14,00	13,50	15,00	15,50	19,00	(4,00)	15,50	19,50
GUIPUZCOA PROVINCIAL	9,50	11,00	12,00	14,00	16,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
HUELVA	—	—	10,00	15,00	15,50	14,00	14,00	16,00	20,00	(2,00)	14,00	19,50
INSULAR CANARIA	10,00	13,00	14,00	17,00	17,50	11,00	11,00	14,00	22,00	(2,00)	15,50	20,00
JAEN	11,00	12,00	13,50	16,50	18,50	13,00	15,00	16,00	19,00	19,00	18,00	20,00
JEREZ	—	—	10,50	14,00	14,50	12,00	13,50	14,50	20,00	(2,00)	15,00	19,00
LAYETANA	11,00	11,00	14,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	23,00	23,00	15,00	19,50
LEON	—	—	10,00	13,00	16,00	13,50	14,00	14,50	20,00	(5,00)	15,00	19,00
MADRID	9,50	12,00	12,75	14,00	15,00	12,50	13,00	13,50	19,00	(5,00)	13,50	17,50
MALAGA	—	—	11,00	14,00	16,00	12,00	14,00	16,00	22,00	(4,00)	12,00	20,00
MANLLEU	9,00	11,00	12,25	14,25	14,25	—	11,00	14,00	22,50	22,50	15,50	19,50
MANRESA	—	—	9,25	14,00	15,00	12,50	13,50	14,50	20,00	(3,00)	15,00	19,75
MURCIA	10,00	12,00	13,00	14,50	15,50	12,50	14,00	15,50	21,00	(5,00)	15,50	18,00
ONTENIENTE	9,00	11,25	13,25	14,50	15,50	13,25	14,50	15,50	20,00	(3,00)	15,50	19,00
ORENSE	—	—	10,25	15,50	16,00	13,00	13,00	15,50	21,00	(3,00)	16,00	21,00
PALENCIA MONTE	—	—	9,00	13,00	14,00	12,00	12,00	12,00	19,00	19,00	12,00	19,00
PALENCIA PRESTAMOS	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
PAMPLONA MUNICIPAL	9,50	11,00	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	19,00	(2,00)	14,00	19,00
PAMPLONA NAVARRA	9,50	11,00	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	20,50	20,00	12,00	21,00
PLASENCIA	8,00	10,00	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	22,00	22,00	15,00	20,00
POLLENSA	—	—	—	—	—	16,00	16,50	17,00	22,00	22,00	18,00	19,00
PONTEVEDRA	9,50	9,50	9,50	16,00	16,25	15,50	15,50	15,50	22,00	(4,00)	15,50	19,50
RIOJA	9,00	11,00	13,00	16,00	17,00	12,50	15,50	15,00	22,00	(4,00)	15,00	22,00

(Continuación) 5

Vigentes a 30 de junio de 1985

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento comercial				Préstamos y créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
RONDA	11,00	12,50	13,50	15,00	17,00	11,50	12,00	16,00	20,00	20,00	12,00	20,00
SABADELL	9,75	11,50	12,25	14,00	15,50	13,50	14,50	14,75	22,00	(3,00)	15,50	20,00
SAGUNTO	9,50	10,00	10,50	15,00	16,00	13,00	13,50	14,00	20,00	(3,00)	14,00	20,00
SALAMANCA	-	-	9,00	13,00	14,00	12,00	12,00	12,00	19,00	(4,00)	12,00	19,00
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	9,00	11,00	13,50	15,00	16,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
SANTANDER	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	12,00	18,00
SEGORBE	-	-	10,00	15,00	16,00	12,00	12,00	14,00	19,00	19,00	16,00	18,00
SEGOVIA	9,75	11,75	13,50	14,50	15,00	13,00	14,50	15,00	20,00	20,00	15,00	18,00
SEVILLA MONTE	-	-	10,00	13,00	14,00	12,00	13,50	14,50	18,00	(4,00)	14,50	18,50
SEVILLA SAN FERNANDO	-	-	10,00	14,00	16,50	11,00	13,00	15,00	20,00	(5,00)	14,00	19,50
SORIA	-	-	11,00	15,50	16,50	13,00	14,00	16,00	18,00	(4,00)	15,00	19,00
TARRAGONA	10,50	11,00	13,00	16,00	16,00	12,50	12,00	14,00	22,00	(1,25) ^e	15,50	20,00
TARRASA	10,00	12,00	14,00	15,50	16,50	13,00	13,50	15,00	21,00	21,00	15,50	19,50
TOLEDO	10,00	10,50	11,00	15,00	-	13,00	14,00	15,00	22,00	(3,00)	14,00	19,00
TORRENTE	-	-	10,00	14,00	15,00	13,00	14,00	15,00	19,50	(1,50)	15,00	19,50
VALENCIA	-	-	12,00	15,50	-	16,25	16,75	17,25	18,00	18,00	14,00	17,75
VALENCIA PROVINCIAL	9,00	11,00	12,00	13,50	15,00	14,00	14,50	15,00	19,50	(3,00)	16,00	20,00
VALLADOLID POPULAR	-	-	10,00	12,00	14,50	11,50	11,00	16,00	19,00	(3,50)	14,00	19,50
VALLADOLID PROVINCIAL	10,50	12,50	13,50	15,50	-	11,50	14,00	16,50	19,00	(5,00)	17,00	19,50
VIGO	9,00	11,00	12,25	13,50	15,00	13,00	14,00	15,00	22,00	22,00	16,00	21,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	10,00	11,50	12,50	14,50	15,50	12,00	10,50	14,00	21,00	(3,00)	14,00	19,00
VITORIA CIUDAD	-	-	9,50	13,75	-	14,00	14,00	14,00	23,00	(2,00)	14,00	19,00
ZAMORA	-	-	9,50	13,50	15,00	11,00	13,00	14,00	19,00	(5,00)	14,50	19,50
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	10,00	12,25	14,00	15,50	16,50	12,00	12,50	14,50	22,00	(4,00)	14,50	19,00
ZARAGOZA INMACULADA	8,00	10,00	11,00	13,00	15,00	12,00	14,00	15,00	20,00	(6,00)	15,00	18,00
CAJA POSTAL	-	-	-	-	-	-	14,00	14,75	20,00	(2,00)	15,00	19,00
<i>Media simple</i>	9,67	11,23	11,22	14,20	15,38	12,51	13,49	14,68	20,10	20,53	14,70	19,22

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

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

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

(d) Tipo medio de los créditos y préstamos.

(e) Trimestral.

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
18/85, de 5 de junio	Mercado a plazo de divisas. Instrucciones generales.	13 de junio 1985

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
Corrección de 17-6-85 a la circular 13/81, de 24 de febrero	Anula y sustituye la página 2.
Corrección de 17-6-85 a la circular 18/85, de 5 de junio	Anula y sustituye la página 11.

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

JESUS ALBARRACIN

AGREGACION DE LA ENCUESTA INDUSTRIAL EN LOS 15 SECTORES DE LA CONTABILIDAD NACIONAL DE 1970. — DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8512

La publicación de la Encuesta Industrial 1978-1981 por parte de INE permite conocer una serie de magnitudes fundamentales de la industria española para una desagregación de la misma en 89 sectores, por lo que viene a llenar una laguna de información estadística que hasta ahora existía. Sin embargo, el enorme volumen de datos que dicha encuesta proporciona y el hecho de que de la misma no se pueden obtener algunas variables fundamentales, como es el caso de los deflatores de la producción, hacen que para su utilización se requiera un trabajo estadístico previo. Este es el objetivo del presente trabajo.

Para reducir el número de sectores utilizables, se ha escogido la agregación de la Contabilidad Nacional de 1970, que divide la industria en 15 sectores, con el propósito de poder comparar los datos de la Encuesta Industrial para 1978 a 1981, con los de la Contabilidad Nacional de 1970. Se dispone, así, de datos para un período en el que se ha producido un cambio importante en la industria española. Asimismo, de todas las variables que facilita dicha Encuesta Industrial, se ha optado por trabajar con el valor de la producción —y su descomposición en consumos intermedios y valor añadido— y el empleo. Igualmente, y a partir del índice de precios al por mayor y de precios industriales, se ha procedido a elaborar deflatores de la producción, para cada uno de los 15 sectores industriales y para el total.

A partir de aquí, y para los 15 sectores industriales, se ha elaborado la serie de cuadros siguiente: datos de base agregados sectorialmente, estructuras de las variables sobre el total de la industria, índices de las mismas, estructuras de costes y tasas de crecimiento

de la producción, productividad, empleo y costes y sus componentes. Para algunas de las variables, los resultados obtenidos se han comparado con otras fuentes externas, a fin de valorar la Encuesta Industrial. Se ha podido constatar, a este respecto, que la Encuesta Industrial parece estar mucho más afectada que la EPA por el problema de la economía sumergida.

Aunque en el estudio no se hace ningún tipo de análisis, algunos de los cuadros que se han obtenido —en particular, el crecimiento de los costes totales y unitarios y las aportaciones de sus componentes— dan una información de la industria española directamente utilizable, de la que hasta ahora no se disponía.

JUAN JOSE DOLADO, JOSE LUIS MALO DE MOLINA Y ELOISA ORTEGA

RESPUESTAS EN EL DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO EN LA INDUSTRIA ANTE VARIACIONES EN LOS COSTES LABORALES UNITARIOS. — DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8513

En este artículo se analiza el comportamiento del deflactor del valor añadido en la industria, en términos de la evolución de los costes por unidad de producto de los factores primarios de producción y del comportamiento del margen neto de explotación por unidad de producto. Los resultados obtenidos pueden interpretarse como un intento preliminar de reconciliar posibles diferencias en el comportamiento de los precios, a corto y largo plazo. La solución de equilibrio estacionario es consistente con la hipótesis de *mark-up* sobre los costes laborales unitarios. En cambio, a corto plazo, las variaciones salariales presentan un efecto muy superior al de la productividad, consistente con la hipótesis de «costes normales».