

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

diciembre 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_t).
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa 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_t).

Advertencias

- Salvo indicación en contrario, todas las cantidades citadas en los cuadros y en el texto están expresadas en m.m. y todas las tasas de crecimiento, sea cual sea el período a que se refieren, están expresadas en su equivalente anual.
- Los datos de los cuadros y gráficos donde no aparece ninguna fuente han sido elaborados en el Banco de España.

Indice

Página

- 4 Intervención del Gobernador del Banco de España en la Comisión de Economía del Congreso, el día 11 de diciembre de 1985
- 14 Evolución monetaria
- 19 Empleo y paro en el tercer trimestre de 1985
- 26 Sector público
- 29 Los activos de caja y la oferta de dinero
- 34 Las estadísticas del Banco de España
- 41 Información del Banco de España
- 42 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en noviembre de 1985
- 45 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 46 Publicaciones recientes del Banco de España
- 49 Indicadores económicos

Intervención del Gobernador del Banco de España en la Comisión de Economía del Congreso, el día 11 de diciembre de 1985

Señor Presidente, señores diputados:

Agradezco la invitación que me ha hecho la Comisión de Economía, Comercio y Hacienda de venir a informar sobre la evolución económica y financiera, ya cerca del final de 1985. Con el permiso del Sr. Presidente, me propongo exponerles los rasgos principales de la política monetaria durante este año, para pasar después a comentar la problemática de la política monetaria cara al año próximo; a continuación en la segunda parte de mi exposición haré un breve repaso de algunos aspectos sobresalientes de los mercados e instituciones financieras.

I

La política monetaria para 1985 se formuló, a principios de año, con el objetivo de conseguir un crecimiento de los activos líquidos en manos del público del 13 %, frente al 14 % alcanzado efectivamente a lo largo de 1984. Dicho objetivo constituía el punto central de una banda cuyos límites superior e inferior se fijaron en 14,5 % y 11,5 %, respectivamente. Este objetivo se basó en unas previsiones iniciales de crecimiento real del orden de 2,5 %-3 %, de aumento de precios de consumo del orden de 7 %-8 % a lo largo del año y de un descenso adicional de la velocidad de circulación del dinero.

Esa expansión monetaria debía de ser suficiente para financiar el importante déficit público previsto inicialmente para el año y para lograr un crecimiento de la aportación de fondos al sector privado del orden del 8 %. El excedente previsto de la cuenta corriente exterior (del orden de los 1.500-2.000 millones de dólares) debería verse compensado por un importante proceso, de reembolso de créditos exteriores por parte de los sectores público y privado. En fin, se esperaba lograr un descenso adicional de determinados tipos nominales de interés y se confiaba en que no hubiera de proseguir la significativa apreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta que se había producido en 1984.

En estos momentos se espera que el año 1985 se cierre con un crecimiento real del orden del 1,5 %-1,7 % y con un crecimiento de los precios de consumo a lo largo del año del orden de 8 %; es decir, con un ritmo de crecimiento real algo inferior al previsto y con un ritmo de inflación en el límite superior de lo previsto.

En el frente exterior de la economía, se prevé alcanzar un excedente de la cuenta corriente exterior

de unos 2.500 millones de dólares y una disminución de las reservas exteriores del orden de unos 1.000 millones de dólares, debido al proceso de reintegro de créditos obtenidos por los sectores público y privado. En materia de tipo de cambio, la apreciación de la peseta no sólo se detuvo sino que dejó paso a una depreciación que había alcanzado, en noviembre, el 9 % frente a la CEE y el 5,5 % frente al conjunto de los países desarrollados y que, en términos reales y frente a este último grupo de países, era del 2,4 % en noviembre.

En cuanto al déficit de las Administraciones Públicas, muy pronto se puso de relieve que las previsiones iniciales se verían excedidas, existiendo en estos momentos cierta inquietud respecto a que la previsión que, a lo largo de casi todo el año, pareció realizable (una necesidad de endeudamiento neto del Estado de un billón y medio de pesetas) pueda verse finalmente excedida.

La tasa de crecimiento de los ALP a lo largo del año acabará ajustándose, con una gran aproximación, al 13 %, es decir, a la senda central de los objetivos programados. En estas condiciones, y dados los comportamientos de los sectores exterior y público, la financiación obtenida por el sector privado acabará creciendo algo menos que lo previsto, es decir, en torno al 6 %-7 %.

Pero la conjunción de déficit público y superávit de la balanza corriente implica que, en 1985, el excedente del sector privado ha sido tan importante como el alcanzado en 1984, si no superior. En todo caso, la evolución de la demanda de crédito, de los tipos de interés, de la financiación exterior y de las condiciones en que han operado los mercados financieros sugieren que el sector privado no ha debido de experimentar a lo largo de 1985 especiales dificultades de financiación.

Por lo que se refiere a la evolución monetaria a lo largo de 1985, cabe distinguir dos fases bastante diferenciadas, que se corresponden aproximadamente con la primera y la segunda mitad del año. A lo largo de la primera mitad, la política monetaria estuvo inspirada por el deseo de consolidar los descensos de tipos de interés nominales que se habían producido a lo largo de 1984, intentando su extensión hacia otros mercados, como los de depósitos y créditos bancarios a tipo de interés fijo, que tradicionalmente se muestran más lentos en su respuesta a la evolución general de las condiciones monetarias. El deseo del Tesoro de alcanzar una reducción significativa en los costes de su financiación y, particularmente, en los tipos de interés de sus pagarés tampoco fue ajeno a ese planteamiento.

A medida que transcurrían los meses, se fue poniendo de manifiesto, sin embargo, que el logro de ese objetivo estaba conduciendo a tener que aceptar unos ritmos de expansión monetaria incompatibles con los objetivos programados para el conjunto del año. Entre diciembre de 1984 y junio de 1985, el crecimiento acumulado de los activos líquidos en manos del público había alcanzado ya, en tasa anual, una cifra algo superior al 17 %. Ello movió al Banco de España a instrumentar una política menos holgada de oferta de activos de caja a partir de junio, procediendo a una elevación de los tipos de interés de sus operaciones a corto plazo con el sistema bancario.

Sin embargo, muy pronto se evidenció que no era necesario mantener esta política de contención, ya que, en los meses de julio y agosto, el crecimiento de los activos líquidos en manos del público resultó extremadamente bajo. Pese a una cierta recuperación en el mes de septiembre, el crecimiento acumulado entre diciembre de 1984 y noviembre, se sitúa ya algo por debajo de la senda central del 13 %.

El importante descenso en el ritmo de crecimiento de los activos líquidos en manos del público en la segunda mitad de 1985 no se puede ver, exclusiva ni principalmente, como el resultado de unas actuaciones menos permisivas del Banco de España en los meses centrales del año, ya que éstas fueron de intensidad moderada y de breve duración. Tampoco parece que la evolución del crédito al sector privado, que experimentó un cambio parecido en sus ritmos de crecimiento, pueda explicarse exclusivamente en función de una evolución muy distinta de la inversión y la actividad privadas en las dos mitades del año. Por el contrario, la actividad económica parece venir mostrando una intensidad creciente a lo largo del año. Ello conduce a pensar que la aprobación, en el mes de mayo, de la nueva normativa sobre fiscalidad de los activos financieros puede ser el factor clave a la hora de explicar la distinta evolución de los agregados monetarios que estoy comentando.

Un efecto ampliamente esperado de dichas normas era el desplazamiento desde diversos instrumentos ya incluidos en la definición de los ALP (y desde algunos, como los pagarés de empresa, excluidos de ella) hacia los pagarés del Tesoro. De hecho, desde que entró en vigor dicha normativa hasta finales de noviembre, el público ha adquirido unos 850 miles de millones nominales de pagarés del Tesoro. En buena medida, esas adquisiciones se han hecho a partir de reducciones en otros pasivos bancarios que ahora habían perdido ventajas fiscales relativas. Pero el incremento de los pagarés del Tesoro en manos del público está tendiendo a ser inferior al

vencimiento de los instrumentos que potencialmente deberían transformarse en pagarés, lo que apunta hacia otro fenómeno que podría ser la causa fundamental de lo que está ocurriendo con los agregados monetarios.

En efecto, la reforma fiscal de mayo de 1985 equivale a un significativo aumento de la fiscalidad que afecta a una gran parte de los instrumentos que integran la definición de los activos líquidos en manos del público y a una consiguiente reducción de su rentabilidad neta de impuestos. A igualdad de circunstancias, ello haría esperar un descenso de la demanda de activos líquidos por parte del público, tema sobre el que volveré más adelante y que podría ser la causa fundamental de la desaceleración de las magnitudes monetarias a la que estamos asistiendo. De ser cierta esta hipótesis, su plena verificación tenderá a producirse en los primeros meses de 1986, es decir, hacia el final del período transitorio de un año que precede a la plena vigencia del nuevo régimen fiscal, ya que es entonces cuando se espera que se manifiesten con mayor intensidad los efectos financieros de esta normativa.

El Banco de España no ha actuado, sin embargo, hasta el momento bajo la idea de que tal hipótesis sea válida, limitándose a propugnar el retorno a la senda central de la banda de objetivos fijada para el año 1985; pero no puede perder de vista que, de confirmarse el fenómeno en cuestión, la oferta de activos líquidos debería ajustarse a la baja.

Los tipos de interés no bancarios se mantuvieron en la primera mitad de 1985 a los niveles comparativamente bajos alcanzados a finales de 1984. A mediados del año acusaron la elevación de los tipos del Banco de España, para retornar pronto a sus niveles precedentes, descendiendo en algún caso (vgr. deuda pública) por debajo de ellos. Los tipos de interés de los depósitos y del crédito bancario mostraron a lo largo de la primera mitad del año una sistemática tendencia a la baja, que quedó interrumpida hacia mediados de año, para proseguir en el otoño. En conjunto, puede decirse que los objetivos que se plantearon a este respecto al inicio del año se han visto cumplidos.

La reducción de los tipos de interés nominales ha situado nuestros tipos de interés reales en niveles similares a los dominantes en los países industriales europeos. Y esto, unido a la mejora de la rentabilidad de las empresas, ha sido, sin duda, un factor relevante en la mejora de la inversión que ha podido apreciarse a lo largo del año. Quiero señalar a este respecto que, aunque los datos de la Central de Balances del Banco de España —que se harán públicos

el próximo día 12 y que enviaré inmediatamente a sus señorías— sólo alcanzan al año 1984, reflejan claramente esa tendencia a la mejora en la rentabilidad y la estructura financiera de las empresas.

En efecto, para una muestra de 2.233 empresas privadas comunes, que han enviado información sobre los años 1982, 1983 y 1984, y excluido el sector eléctrico —que perturba la visión del conjunto por su alta intensidad de capital y la baja rotación de su activo—, resulta que la rentabilidad del patrimonio neto medio pasa, entre ambos años, del 5,3 % al 6,2 %. Se trata todavía de resultados modestos, pero claramente mejores que los de años anteriores; y, con toda probabilidad, habrán mejorado de nuevo en 1985.

No he mencionado hasta ahora el caso especial de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro, que, como era previsible, han tendido a mostrar, a partir de la reforma fiscal de mayo de 1985, una marcada tendencia a la baja, distanciándose de los de otros instrumentos con plazo y liquidez análogos pero carentes de los privilegios fiscales del pagaré del Tesoro. Es prematuro pronunciarse por la evolución futura de esta divergencia entre los tipos de interés de los pagarés del Tesoro y los de los restantes instrumentos financieros. Dependerá de en qué medida la demanda potencial de pagarés, que a corto plazo parece muy importante, se vea satisfecha bien a través de nuevas emisiones por parte del Tesoro, bien a través de cesiones por parte del sistema bancario.

II

El año 1986 plantea problemas difíciles a la programación de la política monetaria.

Por una parte, existen importantes elementos de incertidumbre ligados a nuestro ingreso en la CEE. Nuestra entrada en la Comunidad constituye una apuesta a medio y largo plazo por la opción más clara y positiva que nuestro país tenía abierta de cara al futuro. Estoy convencido de que esa apuesta era acertada y de que sus consecuencias supondrán, para España, importantes ventajas netas que excederán el ámbito estrictamente económico. Ello no excluye, sin embargo, que tengamos que afrontar dificultades en la fase inicial de nuestra incorporación y que la configuración de esas dificultades sea, en buena medida, incierta desde nuestra perspectiva actual.

Por otra parte, continúan existiendo en nuestra economía considerables desajustes en cuya corrección es preciso persistir. Son desajustes cuya supera-

ción sería necesaria, en cualquier caso, para que nuestra economía pudiera incorporarse, de modo sostenido, al clima de mejora que se observa en las economías industriales; pero que lo es, aún más, para que nuestro país pueda avanzar, sin graves traumas, en el proceso de su incorporación a la Europa comunitaria. De hecho, las incertidumbres propias de la primera fase de nuestro ingreso en la CEE se verán considerablemente reducidas si mantene-mos, con firmeza, la política de saneamiento y ajustes que el Gobierno ha venido siguiendo.

Nuestro problemas específicos son, en una medida fundamental, problemas «reales», es decir, proble-mas resultantes de rigideces de la economía ante la evolución de los mercados; pero esas rigideces, en la medida que impiden o retrasan los ajustes y dis-torsionan la asignación y el empleo de los recursos, acaban expresándose en problemas financieros, puesto que dificultan la reducción de la tasa de infla-ción, acaban pesando sobre las cuentas públicas y reducen el ahorro de la economía. Hablar de nues-tros problemas financieros es, por tanto, hablar, en buena medida, de un conjunto de problemas «rea-les» que afloran y se expresan en aquellos.

Tal vez esta interpretación de los problemas finan-cieros como espejos oscuros que reflejan problemas reales ayude a deshacer esa idea, mantenida en algu-nos sectores y que ya he comentado en alguna oca-sión, de que el Banco de España mantiene posicio-nes «monetaristas». No creo que haya que perder demasiado tiempo en los temas semánticos; pero si el monetarismo significa algo preciso, lo hace en la medida que considera que la evolución y el control de las magnitudes monetarias básicas constituye el principio activo y el final práctico en la corrección de los desequilibrios de una economía. El Banco de Es-paña ni ha mantenido ni mantiene tal posición; siem-pre ha sido muy consciente, por el contrario, de los problemas básicos que condicionaban y condicionan la formulación de la política monetaria. Por ello, ha venido insistiendo en puntos que estima cruciales, tales como los desajustes no resueltos, que alimen-tan déficit públicos elevados y hacen crecientemente difícil el desarrollo de la política monetaria, o las inflexibilidades del mercado de trabajo y de la econo-mía en general que estimulan la inflación, alientan el paro y hacen más lentas y costosas las políticas ne-cesarias de saneamiento. Al mismo tiempo, el Banco de España tiene que insistir en que sin una estabili-dad financiera suficiente, la economía no encontrará bases firmes para un proceso sostenido de creci-miento y generación de empleo; y ha de subrayar, en las circunstancias actuales, que el éxito del pro-ceso de nuestra integración en la CEE dependerá, en gran medida, del logro de esa estabilidad financiera.

Nuestra economía ha venido mostrando, en los úl-timos meses, síntomas de mayor actividad que pare-cen estar alcanzando al mercado de trabajo; y, sin embargo, los activos líquidos totales en manos del público han venido creciendo a una tasa media del orden del 8 % desde el verano, en mercados sin ten-siones y con una cierta tendencia a la baja de los ti-pos de interés. No hay, por tanto, una restricción mo-netaria y crediticia que actúe como obstáculo inde-seable a la mejora de la actividad económica.

Paralelamente, existen elementos preocupantes en el terreno de los costes y los precios. Todo hace pre-ver que el proceso de reducción de los costes labora-les va a desacelerarse considerablemente y que sólo los precios de importación van a actuar como un mo-derador apreciable de los costes en el próximo año. Por otra parte, la entrada en vigor del IVA va a ejer-cer un impacto sobre los precios cuya intensidad y persistencia dependerá, en medida sustancial, del grado de disciplina monetaria existente en la econo-mía.

Este conjunto de consideraciones llevan a estimar que el logro del objetivo de crecimiento real de la economía, fijado por el Gobierno en un 2,5 %, y el avance de los precios a una tasa del 8 % requieren la definición de los objetivos de política monetaria para el próximo año en una banda limitada por tasas de crecimiento de ALP del 9,5 % y del 12,5 % —una banda inferior, por tanto, a la propuesta para 1985, que quedaba acotada por las tasas del 11,5 % y el 14,5 %, y situada por debajo de la tasa del 13 % que se conseguirá efectivamente en este año, como ya se ha señalado antes—.

No quiero entretenerles con precisiones técnicas, pero sí considero importante señalar que la pro-puesta de esta banda de objetivos está afectada por la convicción de que un conjunto de factores que han venido actuando en los últimos meses y van a seguir haciéndolo en los próximos operan en el sentido de inducir un aumento probable en el valor de la veloci-dad de circulación de los ALP. Estos factores están relacionados con el nuevo tratamiento fiscal de los activos financieros que han reducido la rentabilidad efectiva de los activos incluidos en los ALP, con dos consecuencias previsibles: de un lado, un despla-zamiento del público desde activos incluidos en la magnitud ALP hacia otros activos; y, de otro, una tendencia del público a deshacer posiciones brutas en activos y pasivos financieros.

Ambas reacciones del público operan en la misma dirección: conducen a una reducción de la demanda agregada de ALP y hacen prever, por tanto, un au-mento en el valor de la velocidad de circulación de

dicha variable. Al mismo tiempo, ambas reacciones inducen un descenso en la demanda de crédito bancario por parte del sector privado.

Es imposible prever con precisión, en estos momentos, cuál va a ser la intensidad de cada uno de estos fenómenos, pero, los problemas de costes y precios que tenemos planteados aconsejan formular los objetivos monetarios para 1986 con una prudencia que prescinda, al menos, de la posibilidad de que la velocidad de circulación de los ALP mantenga, el próximo año, la suave tónica descendente que ha mostrado en los últimos ejercicios. Dicho en otras palabras, existen razones para conjeturar una elevación del valor de la velocidad de circulación de los ALP entre 1985 y 1986; de modo que, aunque lo incierto de tal conjetura nos lleve a prescindir de ella, parece conveniente programar la política monetaria para 1986 sin suponer descenso alguno en el valor de la velocidad de circulación. Y este es el supuesto que está tras la banda de objetivos que he avanzado anteriormente. Ciertamente, si en el transcurso del año se comprobara que este supuesto no se cumplía, habría que apuntar hacia la parte alta de la banda.

No es preciso que insista ante SS.SS. en el papel crucial que, dados unos objetivos de crecimiento de los ALP, desempeña la financiación del déficit público en la distribución del crédito interno concedido por el sistema entre el sector público y el sector privado. A pesar de los esfuerzos realizados para doblegar el crecimiento del déficit, la financiación del sistema al sector público calculamos que avanzará en torno al 20 % en el año próximo, tasa ciertamente muy inferior a la del año actual. En estas condiciones, y suponiendo un efecto aproximadamente neutral del sector exterior, la financiación del sector privado aumentaría en torno al 7 %. La mejora persistente en la rentabilidad y la capacidad de autofinanciación de las empresas y los factores de origen fiscal que tienden a reducir la demanda privada de crédito bancario, tienden a potenciar el significado de ese avance de la financiación al sector privado en relación con las previsiones sobre la demanda interior de la economía.

Es importante insistir sin embargo que la situación del sector privado cambiaría muy sustancialmente si las necesidades financieras del sector público, canalizadas a través del Tesoro o de otras vías, superasen las órdenes de magnitud que se deducen del proyecto de Presupuesto y que son las utilizadas en los cálculos realizados por el Banco de España. En este sentido lo ocurrido en este último trimestre del año muestra la necesidad de acentuar la vigilancia del gasto público que discurre por fuera del Tesoro, ya que puede anular los esfuerzos presupuestarios

para contener las necesidades de endeudamiento del Estado en 1986 y por tanto el ahorro disponible para financiar las inversiones del sector privado.

Deseo detenerme brevemente en el supuesto de neutralidad del sector exterior al que me he referido hace un momento. Cuando hablo de supuesto de neutralidad quiero decir que estamos suponiendo que nuestra balanza global de pagos estará aproximadamente en equilibrio en el año próximo, es decir, que no habrá variaciones apreciables en el nivel de reservas exteriores. Y este es un supuesto que merece alguna aclaración.

Para 1986 nuestras previsiones señalan un nuevo superávit en nuestra balanza de pagos por cuenta corriente del orden de los 2.500 millones de dólares en base a transacciones y, de unos 2.000 millones de dólares, en términos de caja. En estas condiciones y, teniendo en cuenta las entradas normalmente previsibles de capitales exteriores, el supuesto de equilibrio de la balanza global de pagos lleva implícita una actitud permisiva de la cancelación anticipada deuda privada exterior, de modo que ésta caiga en términos netos en unos 2.400 millones de dólares. No hay que atribuir, por supuesto, una gran precisión a estas cifras; pero sí creo que muestran la notable holgura del sector exterior desde la que vamos a afrontar los problemas del próximo año.

La instrumentación de la política monetaria en 1986 estará muy influida por la evolución que experimentan las tendencias de pagarés del Tesoro por el público, fenómeno muy difícil de prever en estos momentos. Ello exigirá, por un lado, una gran flexibilidad en la ejecución de la política monetaria y, por otro, una política de emisión de pagarés y de fijación de sus tipos de interés adaptada a la evolución de la demanda. Esta política permitiría al Tesoro abarcar el máximo posible de la demanda excepcional de pagarés y facilitaría la reducción del coeficiente obligatorio correspondiente de los bancos y las cajas de ahorro. Esto último supondría un paso importante en el proceso de desmantelamiento de las restricciones operativas que pesan sobre nuestro sistema financiero. Al mismo tiempo, si el Tesoro favoreciera las colocaciones de pagarés en el público, los márgenes de holgura de la política monetaria serían mayores.

Con todo, resultará evidente para SS.SS. que, una vez trazadas las grandes líneas de actuación de la política monetaria en el próximo ejercicio, sólo el conocimiento de la conducta del público respecto de los activos líquidos del público y de su sensibilidad a las variaciones en los tipos de interés permitirá ir decidiendo, a lo largo del año 1986, las actuaciones concretas de las autoridades monetarias capaces de

mantener a los mercados financieros en una senda de estabilidad, que cree las condiciones para una reducción adicional de los desequilibrios básicos de la economía española.

En definitiva, el Banco de España estima que la fijación de los objetivos monetarios cuantitativos para el año próximo debe estar presidida por un criterio de disciplina compatible con una creciente estabilidad financiera, tanto más importante cuanto que existen elementos de inquietud en el terreno de la reducción de la tasa de inflación. Por otra parte, el Banco de España considera que, ante los elementos de incertidumbre en la estructura de la demanda de activos líquidos, la política monetaria del próximo año debe programarse con abundantes grados de apertura y flexibilidad. Las autoridades deberán ir adoptando decisiones a medida que, con el paso del año, vaya despejándose la incógnita de la intensidad de la demanda de pagarés del Tesoro por el público. Y esas decisiones deberán adoptarse de modo que pueda avanzarse en la progresiva reducción de los coeficientes que afectan al funcionamiento de nuestro sistema financiero.

III

Paso ahora a comentar la evolución del mercado de valores.

La Bolsa española atraviesa desde 1984 por una etapa de recuperación, habiendo generado unas plusvalías de más de un 40 % en 1984, y del 33 % en los once primeros meses de 1985. Los volúmenes negociados han experimentado asimismo aumentos en 1984 y se espera que 1985 alcanzará 1,5 billones de pesetas.

De ese importe de negociación total, en la Bolsa de Madrid, algo más del 50 % corresponde a la negociación de pagarés del Tesoro. La deuda pública a medio y largo plazo ha tenido también unos incrementos muy importantes de negociación, así como el mercado de obligaciones industriales, si bien las cifras de este último son todavía magras, lo que pone de manifiesto las rigideces estructurales de este mercado derivadas de los sistemas practicados de aseguramiento y colocación, comisiones y la problemática fiscal de desgravación. Por lo que al mercado de acciones se refiere, se ha pasado de una contratación de 137.240 millones en 1983 a 433.000 millones de pesetas en los once primeros meses de 1985, lo que refleja el creciente atractivo que va adquiriendo la renta variable.

Este fortalecimiento del mercado de valores se sustenta básicamente en unos precios relativamente bajos, mejores expectativas empresariales y, en especial, la caída de los tipos de interés en los dos últimos años que, a la vez que alivian la carga financiera de las empresas, convierten a la inversión en capital de riesgo en una alternativa claramente competitiva, así como en las recientes medidas incentivadoras de la inversión empresarial.

A propósito de los tipos de interés, me interesaría hacer una precisión relevante relacionada con el objetivo de la política del Banco en el mercado secundario de deuda del Estado. La política seguida por nosotros desde 1978 ha estado presidida siempre por el objeto único de fomentar la liquidez del mercado y jamás hemos buscado establecer un determinado nivel de los tipos de interés. Dicho en otras palabras, hemos intervenido siempre de forma subsidiaria y alentando la participación de los restantes intermedios, cosa que se ha conseguido con notable éxito.

A pesar de estas mejoras, el mercado de valores se encuentra aún a considerable distancia de las metas que debería alcanzar. El Banco de España ha pensado siempre que un elemento esencial para el progreso de este mercado es el desarrollo de los mercados secundarios, empezando como es lógico por el mercado secundario de la deuda pública, y de ahí que venga actuando en él durante los últimos años, habiéndose conseguido ya, como acabo de mencionar, resultados espectaculares.

Esta atención del Banco de España al mercado de la deuda nace de tres consideraciones. Ante todo, del convencimiento de que en cualquier circunstancia la liquidez del mercado secundario constituye una garantía para el inversor, al asegurarle que siempre podrá vender sus títulos, y a unos precios tanto mejores cuanto más amplio y líquido sea el mercado. En segundo lugar, la existencia de mercados secundarios dotados de tales características permite renunciar a buena parte de las razones que en el pasado han justificado la inclusión de cierta clase de valores en los coeficientes de inversión y de fondos públicos de bancos y cajas de ahorros, respectivamente. Por último, la existencia de un mercado secundario, activo y libre, de títulos emitidos por el Estado, y por ende prácticamente sin riesgo, permite establecer un tipo de interés a largo plazo que sirva de referencia a toda la estructura de tipos a largo.

Lo prueba, ante todo, que en los diez meses transcurridos del año, la negociación ha alcanzado el 8,25 % del volumen admitido a contratación; lo cual confiere a la deuda pública del Estado el más elevado grado de liquidez entre los de renta fija. A esto

se añade el proceso de reducción en los tipos de interés —medidos por los rendimientos internos— de esta clase de activos, que han pasado del 13,6 % al 12 % como promedio y en términos brutos. Como antes señalé, este hecho ha colaborado en la mejor colocación de las nuevas emisiones durante el presente año, a la par que ha favorecido la reducción de sus tipos nominales que desde un tipo del 15,5 % a finales de 1984, pueden alcanzar al término del programa propuesto para el año en curso el 11,7 %, aproximadamente.

La experiencia obtenida en los mercados de deuda pública animó al Banco a tomar una iniciativa semejante en el mercado de renta fija privada, mercado que, excepto en su tramo de bonos bancarios al cual los emisores prestan un apoyo decidido, estaba sumido en un letargo inmemorial. La razón fundamental de tan acusada atonía reside en que la mayoría de esos títulos han sido emitidos con tipos de interés bajos y plazos de amortización largos al amparo del sistema de coeficientes legales, constituían la materialización de ciertas reservas técnicas de entidades aseguradoras, o su rentabilidad real estaba distorsionada ya fuese por privilegios fiscales excepcionales o por unas prácticas de comisiones de colocación inauditas.

El resultado es el antes señalado; es decir, la práctica imposibilidad para un inversor normal de comprar o vender paquetes de obligaciones de una cierta importancia. Ello llevó al Banco de España, a partir de comienzos de 1985, a alentar la aparición de intermediarios, hoy inexistentes, ofreciendo su apoyo al segmento minorista del mercado y observando, al igual que en el mercado de deuda pública, una completa neutralidad respecto a la formación de los tipos de interés.

Me parece interesante añadir, aun cuando puede darse por supuesto, que por tratarse de un mercado de títulos privados, la importancia cuantitativa de la inversión del Banco es infinitamente más modesta que en el caso de los títulos del Estado, que además procuramos se centre en las emisiones más modernas, con vencimiento superior a tres años y con un nominal emitido lo suficientemente importante como para juzgar que son susceptibles de originar un mercado secundario amplio.

Me satisface señalar que pese a las dificultades intrínsecas antes apuntadas y a la modestia de las cifras de negociación, también es perceptible un proceso de reducción, por ejemplo en las sociedades eléctricas, de los rendimientos internos brutos similar en intensidad al alcanzado por la deuda del Estado; proceso que se ha propagado a los tipos de

emisión los cuales han descendido desde el 14,25 % hasta el 10,5 % a que van a cerrar las emisiones de 1985. No quiero dejar de mencionar, por último, otro dato importante para los costos de las empresas emisoras, las eléctricas en este caso; me refiero a la rebaja en las comisiones de colocación, que desde el 15 % registrado en febrero/marzo de 1984 se han situado en el año en curso por debajo del 6 % como promedio.

Todos estos hechos nos animan, como podrán comprender SS.SS., a continuar en nuestra participación en estos mercados secundarios; labor que será abandonada en cuanto puedan funcionar sin la contrapartida que hoy en día ofrecemos nosotros.

Si la actuación del Banco de España en los mercados de renta fija a largo plazo tiene por finalidad asegurar la liquidez y flexibilidad en los mismos, los objetivos que persigue en los mercados de pagarés del Tesoro son muy diferentes. La razón es fácil de comprender: estamos aquí ante un activo de deuda pública utilizado cada vez más por el Banco de España para la instrumentación de su política monetaria. De ello deriva nuestro interés directo en que los distintos mercados en los cuales se negocian actualmente pagarés se ajusten a idénticas, o muy similares, normas de funcionamiento y ofrezcan al público la misma información.

Como SS.SS conocen, existen dos grandes mercados de pagarés del Tesoro: uno centrado en torno al Banco de España, en el cual intervienen fundamentalmente, entidades ligadas a la instrumentación de la política monetaria y el otro centrado en torno a la Bolsa, al cual concurren todo tipo de inversores.

Pues bien, durante los últimos meses el Banco ha tomado diversas iniciativas para homogeneizar precios e información al público, de tal forma que se logre una serie de centros de contratación capaz de encuadrarse en un gran mercado regido por precios transparentes y susceptibles de absorber volúmenes muy elevados de negociación. En consecuencia, el público empezará a recibir información clara y objetiva de los precios y los volúmenes contratados, se impulsará la contratación continuada de pagarés del Tesoro a lo largo de la mañana y se alentará tanto el establecimiento de normas de liquidación y compensación semejantes a las vigentes en el mercado polarizado en torno al Banco, como la aparición de entidades que «hagan mercado», es decir, que estén dispuestas a comprar y vender pagarés a los precios establecidos en cada momento. Si todos estos cambios se llevan a cabo, como he indicado antes, en los primeros meses de 1986, se habrá dado un paso decisivo para contar con un verdadero mercado de paga-

rés, facilitando simultáneamente tanto los propósitos del Tesoro como emisor y los del Banco de España como ejecutor de la política monetaria.

La recuperación de la Bolsa, a que me he referido antes, está empezando a evidenciar la debilidad estructural de un mercado encorsetado por unas normas excesivamente rígidas en la admisión y permanencia de nuevas sociedades, por la propia distribución y control del capital de muchas medianas y grandes empresas —en buen número bajo el control del Estado, de sociedades multinacionales o de grupos familiares—, y por obstáculos fiscales.

La consecuencia inmediata de esta superposición de limitaciones se traduce en la insuficiente representatividad de la empresa española en la Bolsa. Y esto no sólo porque las sociedades que hoy cotizan en Bolsa disten de representar la realidad actual del mundo empresarial español, sino, sobre todo, por el excesivo peso relativo que unas pocas sociedades tienen en el mercado total. Esta situación es aún más preocupante si se observa la progresiva desaparición de sociedades con cotización en Bolsa. En tres años han dejado de cotizar 122 empresas, frente a sólo 9 admitidas.

Los riesgos que la situación actual comporta, se han puesto claramente de manifiesto con motivo del fuerte crecimiento de las inversiones extranjeras registrado en los tres últimos años. En el mismo sentido, la próxima aprobación y funcionamiento de los fondos de pensiones, aunque tarden muchos años en arraigar con la profundidad que lo han hecho en otros países, hace muy urgente la tarea de estimular una presencia más significativa de la empresa española en los mercados de valores, aportando una oferta de títulos mucho más amplia que la actual. De no actuarse en esa dirección con rapidez, podríamos encontrarnos en una situación de alza desmesurada de las cotizaciones debido más a una estrechez del mercado que a condiciones intrínsecas de las sociedades emisoras. Este fenómeno ya ha ocurrido en algunos países de la CEE.

IV

Pasemos ahora a examinar las actuaciones en materia de supervisión de las entidades de depósito, otra de las funciones básicas que la legislación encomienda al Banco de España. La política seguida por el Banco en este ámbito de sus responsabilidades se basa en dos criterios fundamentales: la transparencia informativa de las entidades y el afianzamiento de su solvencia financiera.

La transparencia informativa es una obligación elemental e ineludible de las entidades de depósito, no sólo con las autoridades supervisoras, sino también con su clientela y con el entorno económico en que operan. Esa clientela, que les confía sus caudales, tiene derecho a conocer, al menos en sus aspectos esenciales, su situación patrimonial y financiera; los accionistas, a su vez, deben ser informados de los aspectos principales de su negocio. Desde el punto de vista del control de la solvencia de las entidades, la transparencia informativa es imprescindible en el mundo que vivimos. Si las entidades son obligadas a informar al público, de forma fidedigna, clara y regular, sobre su situación y su evolución financiera, se verán sometidas a una disciplina impuesta por los propios medios financieros que desgraciadamente no ha existido en el pasado.

En este campo quiero destacar tres actuaciones recientes. En primer lugar, se ha impuesto a las entidades de depósito, como parte del desarrollo reglamentario de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes obligatorios, la obligación de presentar al Banco de España balances y cuentas de resultados consolidados de los grupos financieros que encabezan. Es sabido que los grupos financieros, por una serie de razones técnicas o comerciales que pueden ser perfectamente válidas, tienden a canalizar una parte de su actividad bancaria, inversora, o de servicios, a través de una red compleja de sociedades instrumentales o filiales. De hecho los ocho grandes grupos bancarios españoles controlan, o pueden controlar, aproximadamente otros sesenta bancos en España y un número difícilmente precisable, pero muy elevado, de sociedades de cartera, financieras, sociedades de gestión, sociedades de crédito hipotecario, etc. Sin un conocimiento global de esos conjuntos de sociedades, respecto de los cuales las entidades matrices asumen, si no en un sentido jurídico formal, sí de hecho, responsabilidades importantes, el análisis de la situación patrimonial de la entidad matriz y de las demás entidades del grupo es totalmente insuficiente, si no erróneo.

La Ley 13/1985 autoriza al Gobierno a establecer la obligación de publicar las cuentas consolidadas. Esa medida deberá tomarse, a nuestro entender, cuando la experiencia ponga de manifiesto que las consolidaciones han alcanzado el necesario nivel técnico y se han resuelto los problemas inevitables de implantación de una idea y una técnica nuevas. Ello no es óbice para que el Banco de España desee que, desde ahora, el mayor número de entidades publiquen, como muchas vienen haciéndolo, sus balances y cuentas de resultados consolidados.

La segunda actuación se refiere al balance y cuenta de resultados públicos de bancos y cajas de ahorro. El balance público mensual permite al mundo económico y financiero seguir el desarrollo de las distintas instituciones a lo largo de todo el año, y no sólo en los momentos en que éstas publican sus más detalladas memorias anuales. Una reciente Orden Ministerial ha revisado el esquema del balance público, actualizándolo para incorporar nuevas operaciones, y ampliando la información revelada, en parte a instancias de las propias entidades de depósito. La frecuencia de la cuenta de resultados pública, antes anual, se hace semestral.

En tercer lugar, y en relación con las memorias anuales, el Banco de España ha hecho ciertas recomendaciones a los bancos y cajas de ahorro sobre el contenido mínimo que a su juicio estas publicaciones deben contener. Creemos que una información financiera clara, fidedigna y suficiente es una necesidad y una obligación para todas nuestras entidades de depósito. El esquema sugerido a las entidades trata de hacer generales los avances que ya se han producido en los últimos años en el caso de numerosas entidades.

Con estas medidas creo poder asegurar que a la vuelta de muy poco tiempo las entidades de depósito españolas estarán en el grupo de cabeza de la banca mundial en cuanto a transparencia informativa.

El segundo gran criterio directriz de la política bancaria es reforzar la solvencia de las entidades de depósito. Esa cuestión constituye una preocupación general de las autoridades supervisoras de todos los países importantes, y debe ser, en el nuestro, una preocupación especialmente viva al término de una gravísima crisis bancaria.

En esta segunda línea subrayaré dos actuaciones importantes. En primer lugar está la reforma del coeficiente de garantía. Hasta la Ley 13/1985 la solvencia de los bancos y las cooperativas de crédito se establecía por una relación entre los recursos propios y los depósitos captados de su clientela; las cajas de ahorro, por su parte, no tenían en sentido estricto un coeficiente de ese tipo. Aquel procedimiento pudo ser válido hace muchos años, cuando los depósitos eran prácticamente la única fuente de financiación de las entidades, y por tanto equivalían al volumen total de riesgo asumido; y cuando la cartera de activos de riesgo de los bancos se componía básicamente de operaciones comerciales de riesgo relativamente limitado o, en todo caso, homogéneo. Pero ya no lo es en la actualidad, por la diversificación tanto de los mecanismos de financiación como de la cartera de

riesgo. El nuevo coeficiente de garantía, común para todas las entidades de depósito, establece los recursos propios mínimos necesarios en función del volumen de sus inversiones, tanto dinerarias como de firma, y del riesgo que presentan los diferentes tipos de inversiones.

Con independencia de la modificación conceptual del coeficiente de garantía, la nueva normativa se propone también una elevación del nivel de recursos propios de las entidades. En esta materia, por supuesto, no cabe esperar reajustes inmediatos y radicales, y por tanto los plazos de adaptación abiertos son largos. Sin embargo, la nueva normativa ejercerá ya en el presente ejercicio una presión sobre las entidades o grupos de entidades menos capitalizadas, presión que se incrementará en los siguientes ejercicios.

Una segunda medida en la línea de refuerzo de la solvencia la constituye el incremento de las provisiones por riesgo país solicitado recientemente por el Banco de España. Completado el ajuste de las provisiones por insolvencia ordinaria, el Banco de España se plantea la necesidad de elevar el nivel de provisión de este nuevo tipo de riesgo hasta los patrones dominantes en los sistemas bancarios europeos, dentro de la política de prudencia que siempre debe regir los comportamientos bancarios. La exigencia de unas determinadas provisiones no implica, por otra parte, ninguna indicación general sobre la política inversora de las entidades, sino que, más bien, posibilita la continuación de esa política sin que la entidad corra un riesgo indebido. Si las inversiones en países clasificables como de riesgo llegan a buen fin, como es de desear, las provisiones se recuperarán, y no constituirán por tanto un elemento de coste de las operaciones.

La implantación formal de obligaciones, tanto informativas como de refuerzo patrimonial, a las entidades de depósito es una condición necesaria para su seguridad y solvencia, pero no una condición suficiente. Debe ser complementada con la actuación supervisora de la autoridad financiera. En el ejercicio que está a punto de concluir, el Banco ha dado nuevos pasos importantes para reforzar sus mecanismos supervisores. Los esfuerzos se han dirigido, particularmente, al desarrollo de un mecanismo continuo de seguimiento de las instituciones, para conocer en todo momento su situación.

La mayor supervisión a que se somete a las entidades, junto con las medidas a que me referí anteriormente que refuerzan su solvencia, no son incompatibles con la mayor libertad en que se quiere enmarcar la operatoria de las entidades de depósito, sino, muy al contrario, son el requisito que permite esa libertad.

En 1985 el propósito de liberalizar la actividad bancaria se ha traducido, palpablemente, en una política de reducción de los coeficientes monetarios y de inversión obligatoria. No voy a extenderme en este tema, que ya traté en mi anterior comparecencia ante SS.SS. Me limitaré a reafirmar que los coeficientes de inversión obligatoria constituyen un mecanismo de financiación privilegiada anómalo, sin precedentes dignos de consideración en otros sistemas bancarios occidentales, que distorsiona el funcionamiento de los mercados y reduce la capacidad competitiva de las entidades bancarias españolas. Implican además subvenciones y gravámenes encubiertos que escapan de los mecanismos de control jurídico y político a que las subvenciones públicas y los impuestos deben someterse.

Este año se han dado pasos importantes para reducir su nivel global, depurar su contenido y equiparar su incidencia entre las diferentes entidades. La creciente apertura de nuestro mercado impone, en el futuro, la continuación de esta política hasta conseguir su total eliminación y su sustitución, en la medida en que ello aún sea necesario, por mecanismos de actuación financiera (tales como la subvención presupuestaria de intereses) más correctos. Como complemento de lo anterior, en 1985 también se han reducido los coeficientes de finalidad monetaria, y en particular el de pagarés del Tesoro, al desarrollarse a ritmo particularmente rápido un mercado privado para los mismos, que ha proporcionado financiación al Tesoro reduciendo su potencial presión sobre los mecanismos monetarios.

Los grados de libertad que el sistema bancario español va ganando se traducen en una más intensa competencia entre las aproximadamente 370 entidades que lo forman. Ello, unido a la evolución de las circunstancias económicas básicas, a la aparición de nuevas técnicas e instrumentos financieros en otros mercados, y, de modo muy especial en 1985, a una normalización en el tratamiento fiscal de los pasivos bancarios, está produciendo una continua e intensa revisión de los productos y servicios ofrecidos por las entidades de depósito españolas, acompañada de profundas, y en este año sumamente rápidas, transformaciones de las masas patrimoniales integradas en sus balances. Ello exige de las entidades una gran flexibilidad o capacidad de respuesta para adecuar rápidamente su negocio a las condiciones imperantes en cada momento; así como una constante atención a sus costes de explotación y financieros, por la reducción que la creciente competencia de los mercados impone a los márgenes de intermediación.

También plantea nuevos problemas a las autoridades supervisoras, por la dificultad de valorar, y cubrir adecuadamente, el riesgo de algunos de los mercados

u operaciones nuevas que van surgiendo, así como por la erosión de las barreras, legales o consuetudinarias, que antes delimitaban la operatoria de las diferentes clases de entidades de depósito y las aislaban de los mercados o actividades de otros tipos de instituciones financieras. La aparición de lo que ahora se llaman supermercados financieros, esto es, grupos bancarios que bajo una misma marca comercial y por tanto bajo una responsabilidad común, cubren actividades financieras muy diversas, que podrían caer bajo la competencia de varias autoridades de control, u, ocasionalmente, de ninguna, es una buena muestra de esos problemas de supervisión.

Las cuentas de resultados de los bancos y las cajas de ahorro reflejan en su evolución algunos de los cambios a que me estoy refiriendo. Pendiente aún del cierre del ejercicio, no puede hacerse un análisis extenso de las mismas. Pero sí cabe apuntar algunas características generales. La primera es la reducción de los márgenes de intermediación y, como consecuencia, un escaso crecimiento de los beneficios del conjunto de los bancos y de las cajas de ahorro. La segunda, la gran dispersión de situaciones individuales. Apenas tiene sentido ya hablar de los beneficios de los bancos o de las cajas, cuando esos conjuntos comprenden entidades con cuentas de resultados en rápida mejoría y otras totalmente estancadas o en retroceso. Dispersión que refleja, no sólo diferencias debidas a la pasada historia, a la mayor o menor implicación en los problemas básicos de la reciente crisis, sino también la distinta capacidad de ajuste, o el distinto dinamismo y competitividad, de las entidades.

Quizá el reto de las entidades operantes en España sea precisamente el ajustar su actuación a las nuevas necesidades del mercado. En este sentido la tarea que tienen por delante los distintos tipos de entidades de depósito españolas es bastante diferente y posiblemente los bancos han recorrido en general, más camino que las cajas, y éstas más que las cooperativas.

Evolución monetaria

A lo largo del mes de noviembre, los agregados monetarios registraron una desaceleración respecto a los ritmos de crecimiento experimentados durante el mes anterior (cuadro 1). Esta evolución sitúa la expansión media acumulada de los activos líquidos del público (ALP) en los once meses transcurridos del año 1985 en el 12,9 %. Cabe señalar el fuerte retroceso que en este mes registraron los depósitos de la banca privada –un 7,1 %–. Dado el avance observado del saldo de pagarés del Tesoro en manos del público, no parece que, en esta ocasión, dicha caída de los depósitos de la banca haya sido reemplazada, por completo, por cesiones de pagarés de su cartera. Los depósitos de las cajas de ahorro y de las cooperativas de crédito mostraron ritmos de crecimiento similares a los observados en los últimos meses.

La evolución de los activos líquidos del público en el mes de noviembre se inserta en el proceso de desaceleración que vienen registrando desde el inicio del segundo semestre del año y que ha dado como resultado una expansión media de ALP, entre julio y noviembre, del 8,1 %, frente a una tasa anual media del 17,2 % correspondiente a los primeros seis meses del año.

La contracción experimentada por las magnitudes monetarias, en noviembre, estuvo asociada a una disminución de los activos exteriores del Banco de España y a una menor demanda de crédito del sector privado. Esta evolución se vio parcialmente compensada por un aumento en el ritmo de financiación al sector público, aunque probablemente no tan grande

1. Agregados monetarios (∅) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T ₁) Porcentajes			Variación acumulada desde DIC 1984. Porcentajes		
		NOV	SEP	OCT	NOV	SEP	OCT	NOV
Activos líquidos en manos del público (ALP)	24.941	14,9	11,5	6,3	13,9	13,6	12,9
Disponibilidades líquidas (M ₃)	21.446	6,9	5,2	1,4	7,2	7,0	6,5
<i>Efectivo</i>	1.965	19,5	5,6	6,6	12,1	11,5	11,0
<i>Depósitos de la banca</i>	10.911	1,5	1,5	-7,1	-1,5	-1,2	-1,7
<i>Depósitos de las cajas</i>	7.546	11,2	8,9	10,9	19,2	18,1	17,4
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.024	14,0	21,0	21,7	21,0	21,0	21,1
Otros activos líquidos	3.495	85,4	62,2	42,6	83,8	81,5	77,6
<i>Pagarés del Tesoro (b)</i>	2.001	168,2	89,2	72,4	192,3	180,0	167,9
<i>Otros activos (c)</i>	1.494	18,5	33,3	11,2	20,9	22,1	21,1

(a) Banco de España y cooperativas.

(b) Adquiridos en firme o temporalmente.

(c) Pasivos bancarios: empréstitos, avales prestados a pagarés de empresa, cesión temporal de activos, letras endosadas, y pasivos por operaciones de seguro.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 5 a 10.

Boletín Estadístico, cuadros IX-1 a IX-3.

2. Financiación a los sectores público y privado (*)

	Saldos m.m.		Variación intermensual (T ₁) Porcentajes			Variación acumulada desde DIC 1984. Porcentajes		
	OCT	NOV (p)	SEP	OCT	NOV (p)	SEP	OCT	NOV (p)
FINANCIACION TOTAL	26.702	27.595	3,7	12,3	48,4	14,4	14,2	16,9
Sector público	8.937	9.675	3,9	0,3	158,4	35,0	31,1	39,4
Sector privado	17.763	17.920	3,7	18,9	11,1	5,9	7,1	7,5
Crédito	16.210	16.342	5,1	22,0	10,2	7,3	8,7	8,9
Banca	9.896	9.930	3,0	31,0	4,2	6,5	8,7	8,3
Cajas	3.897	3.976	2,4	8,6	27,2	6,2	6,2	8,0
Resto	2.417	2.436	19,8	10,5	9,9	13,1	13,1	12,8
Valores y mercados monetarios	1.553	1.578	-9,9	-8,8	21,1	-7,0	-7,2	-4,9

(p) Previsión.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 8.

Boletín Estadístico, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8, IX-9 y IX-10.

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	1984 DIC	1985					
			Medias mensuales			Medias decenales: NOV		
			SEP	OCT	NOV	1 dec	2 dec	3 dec
Banco de España								
Préstamos de regulación	1 d.	12,5	11,4	11,0	10,7	11,0	10,6	10,5
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	12,0	10,7	9,5	9,3	9,3	9,3	9,3
Venta de pagarés del Tesoro	1 a. ó más	12,4	10,9	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Tesoro								
Subasta de pagarés	18 m.	-	-	9,7	-	-	-	-
Interbancario								
Depósitos y dobles	1 d.	12,1	11,0	9,0	10,5	10,9	10,4	10,3
Depósitos	3 m.	12,3	11,5	10,4	10,5	10,6	10,4	10,4
	6 m.	12,4	12,3	11,2	11,0	11,2	10,8	10,9
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	11,9	10,8	9,5	9,5	9,6	9,4	9,5
	6 m.	12,3	10,5	9,6	9,4	9,5	9,3	9,4
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	12,2	11,0	9,7	9,4	9,5	9,4	9,3
Mercado monetario bursátil								
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	12,2	10,8	9,4	9,2	9,3	9,2	9,1
Bancarios								
Depósitos de la banca	1 a.	11,7	10,7	10,4	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	11,5	10,6	10,3	...	...	...	...
Crédito de la banca (a)	1-3 a.	17,4	17,1	16,6	...	...	...	...
Crédito de las cajas (a)	1-3 a.	16,7	16,6	16,1	...	...	...	...
Rentabilidades bursátiles								
Deuda pública	2 a. ó más	13,9	13,9	12,6	12,1	...	...	...
Obligaciones eléctricas	3 a. ó más	18,3	16,5	15,8	15,3	...	...	...

(a) Tipo medio ponderado de las operaciones formalizadas en el mes.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 3.

Boletín Estadístico, cuadros capítulos XI a XIII.

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	1984 DIC	1985		
		SEP	OCT	NOV
Euromercados a 3 meses				
Dólar	8,9	8,2	8,1	8,0
Franco suizo	4,9	4,5	4,5	4,0
Marco	5,6	4,4	4,7	4,6
Yen	6,3	6,3	6,4	7,9
Franco francés	10,7	10,1	10,1	9,2
Libra esterlina	9,8	11,5	11,5	11,5
Media ponderada (a)	7,8	7,1	7,1	7,0
Diferencial medio (b)	4,4	4,4	3,3	3,5

(a) Media de los tipos de las seis monedas antes citadas, ponderadas por su participación (66 %, 15 %, 13 %, 4 %, 1 % y 1 %, respectivamente) en la deuda exterior española (media de saldos a 31.12 de 1980, 1981 y 1982).

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (v. cuadro 2), menos tipo medio ponderado exterior.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 22.

como el señalado en el cuadro 2. En efecto, la tasa de variación de las necesidades de financiación del sector público, en noviembre, está afectada notablemente por la escasa calidad de los factores de estacionalidad (1), que infravaloran la cifra del mes de octubre y sobrevaloran la correspondiente al mes de noviembre. El crecimiento del crédito al sector privado viene explicado, en su mayor parte, por la sustitución que está produciéndose de financiación exterior, no intermediada por el sistema bancario, por financiación en los mercados interiores de crédito bancario y en los mercados de valores.

(1) Los factores de estacionalidad de las series de financiación al sector público, que siempre han sido escasamente significativos, han quedado profundamente perturbados por la alteración en el calendario de liquidación de los impuestos trimestrales al Tesoro. Como, hasta el momento, no se dispone de estimaciones alternativas fiables para efectuar adecuadamente la corrección de estacionalidad, se ofrecen las tasas de crecimiento de las series desestacionalizadas con los factores estacionales que no tienen en cuenta los cambios en los impuestos.

5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en NOV 1985	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1984		
		SEP	OCT	NOV	SEP	OCT	NOV
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	2,596	1,8	-6,7	-2,0	-8,3	-14,4	-16,4
Países desarrollados (b) (c)	128,7	1,2	-5,6	-1,7	-2,9	-8,4	-10,1
De la peseta frente a:							
Dólar	159,8	2,9	4,2	1,2	1,7	5,8	7,4
Franco suizo	75,0	-1,0	-3,0	-0,7	-7,6	-10,9	-11,6
Marco	61,5	-1,1	-2,7	-0,7	-7,3	-10,2	-10,9
Yen	78,4	-3,2	-5,4	-4,0	-2,9	-8,5	-13,0
Libra esterlina	229,7	-1,2	0,3	-0,1	-12,6	-12,3	-12,5
Franco francés	20,2	-1,2	-2,8	-1,0	-7,7	-10,7	-11,7
CEE (b) (d)	76,2	-1,2	-2,2	-0,6	-6,4	-8,4	-9,0
Países desarrollados (b) (d)	67,3	-1,5	-1,0	-0,3	-4,3	-5,2	-5,5
Principales acreedores (d) (e)	49,1	-2,3	1,7	-0,4	-1,2	0,5	0,1
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	-2,0	4,7	...	5,2	10,2	...
CEE (b) (d)	94,03	-0,3	-1,8	-0,5	-4,0	-5,7	-7,3
Países desarrollados (b) (d)	84,76	-0,7	-0,6	-0,2	-1,7	-2,2	-2,4

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø 1980-82=100.

(d) Índice base: Ø 1980=100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 4].

(f) Medidos con precios de consumo; los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 19 a 21.

Boletín Estadístico, cuadros XX-19 a XX-21.

6. Intervención del Banco de España

	1985 OCT	1985			NOV 1985		
		SEP	OCT	NOV	1 dec	2 dec	3 dec
	Saldo a fin de mes en m.m.	Variaciones absolutas en m.m. (a)					
Activos de caja	3.338	101	-188	242	355	66	-179
CONTRAPARTIDAS:							
Efectivo (b)	-1.929	19	11	10	-38	88	-40
Otros factores	4.014	290	-109	-44	-57	-111	124
Sector exterior	1.894	78	-52	-130	-15	-31	-84
Sector público	1.934	37	-238	150	84	-149	215
Otros fondos públicos	251	-	-	21	1	20	-
Cuentas diversas (b)	-65	175	181	-85	-127	49	-7
Operaciones con las instituciones financieras	1.253	-208	-52	276	450	89	-263
Préstamos de regulación	121	-19	-79	120	417	174	-471
Cartera de pagarés del Tesoro	610	-365	-55	-307	-3	-226	-78
Dobles de pagarés del Tesoro (b)	-241	181	64	463	36	141	286
Otros	762	-5	-19	-	-	-	-
		Variaciones porcentuales sobre el mes anterior (T ¹)					
Activos de caja ajustados y desestacionalizados (c)	-	7,1	7,4	3,0	-	-	-
		Niveles medios en porcentajes					
EXCEDENTES DE CAJA (c) (c)							
Sistema bancario	-	0,035	0,047	0,036	0,040	0,035	0,032
Banca	-	0,047	0,062	0,048	0,057	0,048	0,039
Cajas	-	0,019	0,027	0,020	0,020	0,018	0,022

(a) Referidas a saldos a final de decena o mes.

(b) Aumento (-).

(c) Los datos decenales se refieren a decenas legales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 4.

Boletín Estadístico, cuadros I-1 a I-13, IX-4 a IX-8.

La moderación del ritmo de expansión de los ALP se produjo dentro de un clima distendido en los mercados monetarios. A lo largo del mes de noviembre, los tipos de interés del mercado interbancario (cuadro 3) experimentaron un continuado descenso. Para ajustarse a esta evolución, al iniciarse la segunda decena, el Banco de España bajó medio punto el tipo marginal de intervención de los préstamos de regulación, situándolo en el 10,5 %, a partir de entonces.

El ligero descenso de tipos a lo largo del mes de noviembre no queda reflejado al comparar, en términos de medias, este mes con el anterior. En efecto, el tipo medio para las operaciones de depósitos y dobles a un día se situó, en noviembre, un punto y medio por encima del nivel del mes de octubre. Las diferencias entre los niveles medios de los tipos de in-

terés de los dos meses para operaciones a plazos más dilatados fueron mucho menores en los dos mercados. Tales diferencias se deben al desplome que sufrieron los tipos de interés en la segunda mitad del mes de octubre, y que fue debido a la liquidez acumulada por las entidades en previsión de los pagos que debían efectuar con motivo de la liquidación de los impuestos. Por tanto, si se descuenta este episodio, el comportamiento del mes de noviembre es una continuación del clima de distensión que ha caracterizado, salvo breves períodos, la evolución de los tipos de interés a lo largo del año.

La relativa estabilidad de los tipos de interés españoles, en términos de medias, se vio acompañada por un pequeño descenso en los tipos de interés extranjeros a igual plazo, y, como consecuencia de ello,

el diferencial medio entre los tipos de interés a tres meses aumentó ligeramente hasta situarse en 3,5 puntos porcentuales (cuadro 4).

La peseta se apreció en noviembre, frente al dólar, un 1,2 %, mientras que se depreció en un 0,3 % frente al conjunto de los países desarrollados y un 0,6 % respecto a los países de la CEE (cuadro 5). El Banco de España intervino en los mercados cambiarios vendiendo dólares, y ello provocó un descenso de los activos exteriores del banco emisor y un impacto contractivo sobre los activos de caja (cuadro 6).

En cifras originales, el efectivo en manos del público y los activos frente al sector público del Banco de España tuvieron, en noviembre, un comportamiento expansivo. La actuación reguladora del banco emisor favoreció con creces esta evolución, proporcionando una inyección de liquidez al sistema bancario de 276 m.m. Esta actuación se materializó a través de subastas de préstamos de regulación monetaria por 120 m.m. y, sobre todo, a través de la intervención con pagarés. A los tipos de interés vigentes, los bancos y cajas no se mostraron dispuestos a renovar los vencimientos de cesiones temporales de pagarés del Tesoro, que se produjeron en noviembre, por lo que el saldo de ventas temporales al sistema bancario descendió en 463 m.m. Este descenso se vio compensado, en parte, con la venta en firme de pagarés del Tesoro de la cartera del Banco de España por 307 m.m.

Como consecuencia de estos movimientos, el saldo de activos de caja se incrementó en 242 m.m., lo que representa, en términos ajustados y desestacionalizados, una tasa de crecimiento de la serie de activos de caja del 3 % en T¹.

18-XII-1985.

Empleo y paro en el tercer trimestre de 1985

Según la Encuesta de Población Activa, durante el tercer trimestre del año en curso (ver cuadro 1) el empleo total de la economía creció en 85.000 personas, pero, debido al aumento de la población activa que se registró en el mismo, el volumen de paro sólo se redujo en 2.000 personas, situándose su nivel en 2.890.000, equivalente al 21,8 % de la población activa. A esta evolución positiva del empleo ha contribuido decisivamente el sector público, con una creación de 95.000 puestos de trabajo durante el período (63.000 en los servicios de las administraciones públicas y 32.000 en el resto de los sectores), mientras que la ocupación del sector privado continuó descendiendo, si bien moderadamente. Durante los tres primeros trimestres del año en curso, para los que se dispone de datos, el empleo total de la economía creció en 38.000 personas y el paro lo hizo en 21.000, lo que contrasta favorablemente con los 170.000 ocupados menos y 158.000 parados más que se registraron en el mismo período de 1984. Una gran parte de esta mejora en las magnitudes fundamentales del mercado de trabajo se sitúa en el tercer trimestre, y, como ya se ha dicho, en ella ha desempeñado un papel importante el empleo público.

El empleo de la agricultura (ver gráfico 1 y cuadro 2) se redujo durante el tercer trimestre en 18.000 personas, lo que hace que, para lo que va transcurrido de año, el descenso del empleo sea similar al que se produjo en el mismo período de 1984 (57.000 personas en este año, frente a 59.000 en el pasado). Después de un primer trimestre en el que la ocupación de la agricultura creció intensamente, debido a las buenas cosechas de algunos productos, el sector primario ha vuelto a las intensas reducciones del empleo. La razón de ello hay que buscarla en que, a pesar del fuerte descenso del empleo agrícola que se ha producido en los últimos años (el empleo agrícola se redujo a una tasa del 3,8 % anual acumulativo du-

1. Evolución de la población activa (Tercer trimestre 1985)

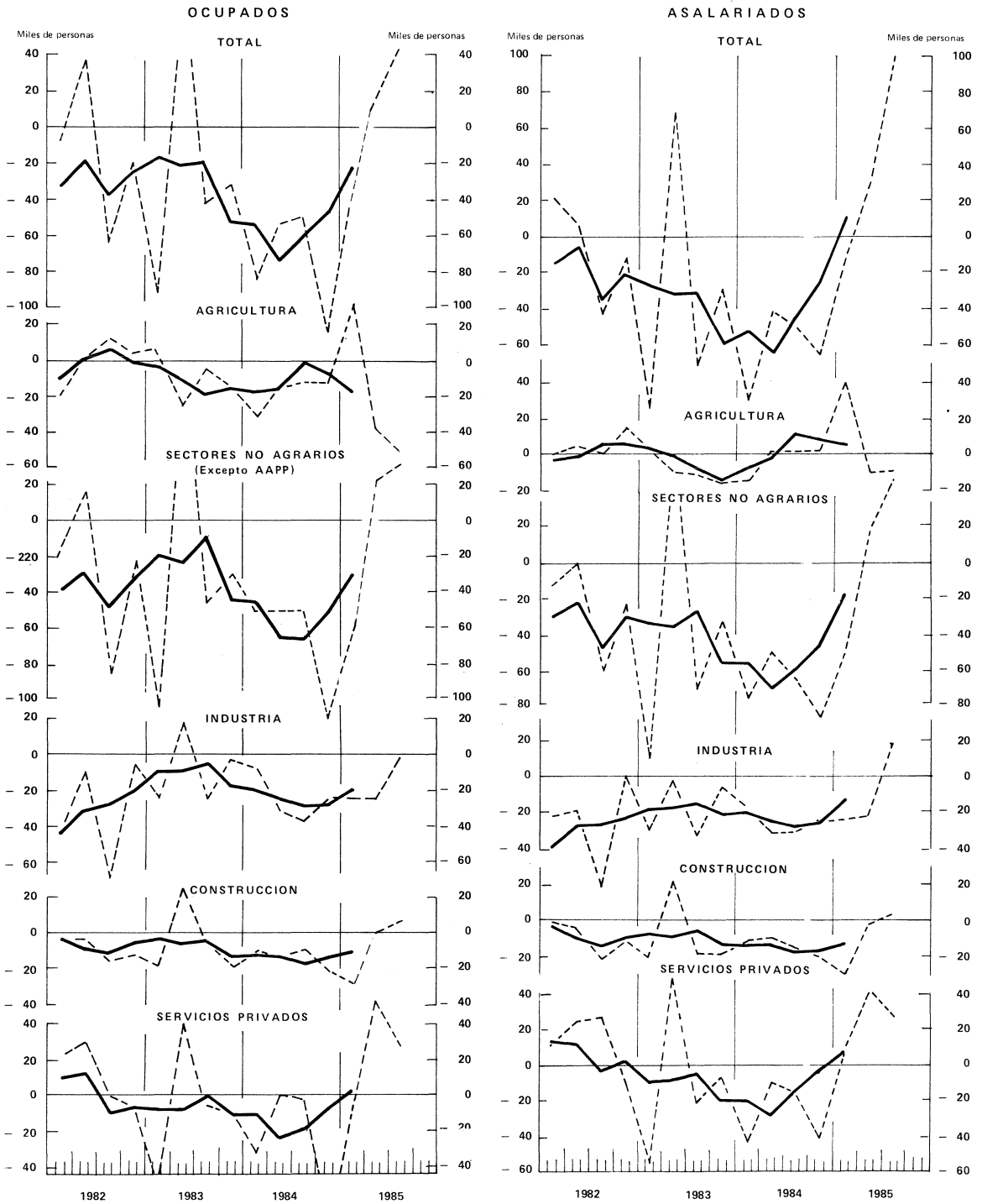
Miles de personas

	Cifras absolutas III TR 1985	Variaciones III TR/II TR				Variaciones III TR/IV TR año anterior			
		1982	1983	1984	1985	1982	1983	1984 (a)	1985
Población mayor 16 años	27.955	75	78	78	66	246	204	229	246
Población activa	13.271	77	93	67	75	90	52	-16	43
<i>Ocupados</i>	10.308	-30	-	-6	85	-44	-42	-170	38
<i>Activos marginales</i>	73	11	14	8	-8	-12	-6	-4	-16
<i>Parados</i>	2.890	96	79	65	-2	146	100	158	21
Inactivos y servicio militar	14.684	-2	-15	11	-9	156	152	245	203

Fuente: INE.

(a) Corregido de empleo comunitario.

1. EVOLUCION DEL EMPLEO (a)
(Variación en miles de personas)



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

rante el período que va de 1960 a 1984), éste no ha sido suficiente para eliminar el exceso de mano de obra que sigue existiendo en el sector primario español en relación a lo que ocurre en otros países desarrollados.

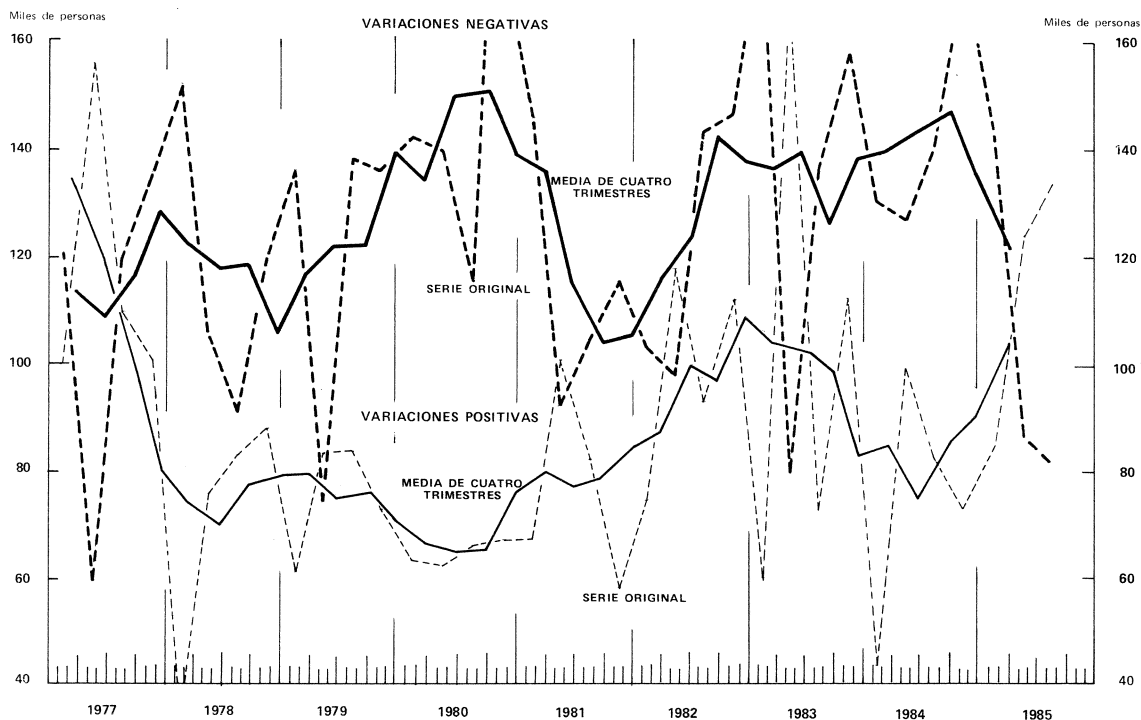
La ocupación de los sectores no agrarios, excluida la de las administraciones públicas, creció en 41.000 personas durante el tercer trimestre y en 13.000 en lo que va transcurrido del año, lo que contrasta con las fuentes pérdidas que se produjeron en el mismo período del año anterior. Sin embargo, debido al intenso descenso del empleo registrado durante 1984, especialmente en el cuarto trimestre, esta mejora no se ha visto reflejada en las tasas medias de crecimiento. En efecto, a pesar de este aumento de la ocupación en valores absolutos, el empleo no agrario refleja una tasa de descenso del 2,6 % en los tres primeros trimestres del año, sobre el mismo período del año anterior. Esto ha ocurrido también con los asalariados no agrarios, excluidos los de las administraciones públicas. En efecto, mientras que, para lo que va transcurrido del año, estos crecieron en 31.000 personas, su tasa de crecimiento respecto al mismo período del año anterior es -2,9 %. Como se observa en el gráfico 3, durante los últimos trimes-

tres puede detectarse un descenso de la destrucción de puestos de trabajo (1), más intenso en los servicios que en la industria, y, paralelamente a esto, un aumento de la creación de empleo, especialmente en la industria.

Aunque durante el tercer trimestre del año en curso la variación del empleo industrial ha sido nula, el sector ha perdido 54.000 puestos de trabajo durante lo que va transcurrido del año, cifra ligeramente inferior a la del mismo período de 1984 y superior a la de los mismos trimestres de 1983. En términos de tasas de crecimiento, el empleo industrial descendió durante los tres trimestres un 4 % sobre el mismo período del año anterior, y el volumen de asalariados, un 3,8 %. Continúan, por lo tanto, los fuertes descensos del empleo industrial, si bien cabe esperar que, en el futuro próximo, dados los bajos niveles de ocupación industrial a los que se ha llegado (los asalariados de la industria suponen sólo el 22 % de la ocupación total y el 8 % de la población en

(1) Véase J. Albarracín y A. Yago: «Sobre la destrucción y la creación de empleo en la economía española». *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985.

2. VARIACIONES DE LOS ASALARIADOS NO AGRARIOS (Excepto AAPP)



2. Evolución del empleo. Tercer trimestre 1985
Corregido de empleo comunitario

Miles de personas

Cifras absolutas III TR	Variaciones						Porcentajes de crecimiento (a)			
	III TR/II TR			III TR/IV TR año anterior			1983	1984	1985	
	1985	1983	1984	1985	1983	1984				1985
1. Asalariados sector privado	5.407	-100	-58	11	-186	-206	28	-3,3	-5,0	-2,2
Agricultura	472	-20	-4	-16	-37	-33	6	0,6	-9,0	7,3
Sectores no agrarios	4.935	-80	-54	27	-149	-172	22	-3,6	-4,6	-3,1
<i>Industria</i>	2.055	-34	-27	15	-75	-81	-27	-4,5	-4,5	-4,0
<i>Construcción</i>	512	-14	-17	3	-40	-29	-13	-9,7	-10,9	-11,2
<i>Servicios</i>	2.368	-32	-11	10	-35	-62	62	-1,1	-3,2	-0,4
2. Asalariados sector público	1.790	36	15	95	88	24	90	5,5	6,1	2,6
Agricultura	33	8	4	6	1	4	-2	14,2	11,0	-5,1
Sectores no agrarios (exc. AA PP)	544	17	-3	25	54	-	8	11,1	11,1	-1,2
<i>Industria</i>	213	2	-4	3	12	-1	-3	9,3	10,8	-1,9
<i>Construcción</i>	30	4	8	5	34	8	-4	62,8	32,4	-0,5
<i>Servicios privados</i>	301	12	-6	17	9	-7	15	4,2	6,2	-1,0
Servicios de las AA PP	1.213	10	15	63	33	20	84	2,6	3,3	5,0
3. Total asalariados (3=1+2)	7.197	-64	-43	105	-98	-182	118	-1,4	-2,5	-1,1
Agricultura	505	-12	-1	-10	-36	-29	4	1,5	-7,5	6,2
Sectores no agrarios (exc. AA PP)	5.479	-63	-57	52	-95	-172	31	-2,4	-3,1	-2,9
<i>Industria</i>	2.269	-32	-31	17	-63	-82	-30	-3,5	-3,2	-3,8
<i>Construcción</i>	542	-11	-9	8	-6	-22	-16	-5,5	-6,6	-9,7
<i>Servicios privados</i>	2.669	-20	-17	27	-26	-69	77	-0,5	-2,1	-0,4
Servicios de las AA PP	1.213	10	15	63	33	20	84	2,6	3,3	5,0
4. No asalariados	3.111	66	37	-19	56	12	-79	0,1	0,6	-3,0
Agricultura	1.265	39	20	-7	9	-29	-61	-0,3	-2,3	-4,9
Sectores no agrarios	1.846	27	17	-12	47	41	-18	0,4	2,8	-1,6
<i>Industria</i>	284	6	-7	-18	30	2	-24	4,3	6,7	-5,2
<i>Construcción</i>	216	8	10	8	18	6	12	7,6	2,4	3,3
<i>Servicios</i>	1.346	13	14	-1	-1	33	-6	-1,4	2,0	-1,5
5. Total ocupados (5=3+4)	10.309	1	-6	86	-41	-170	39	-1,0	-1,6	-1,6
Agricultura	1.771	26	19	-18	-26	-59	-57	0,2	-3,8	-1,8
Sectores no agrarios (exc. AA PP)	7.325	-36	-41	40	-48	-131	12	-1,7	-1,7	-2,6
<i>Industria</i>	2.552	-26	-38	-1	-34	-80	-54	-2,7	-2,2	-4,0
<i>Construcción</i>	758	-2	1	15	12	-15	-4	-2,9	-4,6	-6,6
<i>Servicios privados</i>	4.015	-7	-3	26	-26	-36	71	-0,8	-0,8	-0,8
Servicios de las AA PP	1.213	10	15	63	33	20	84	2,6	3,3	5,0

(a) Porcentaje de crecimiento de los trimestres transcurridos del año sobre el mismo período del año anterior.
Nota: Las posibles diferencias observables son debidas al redondeo.

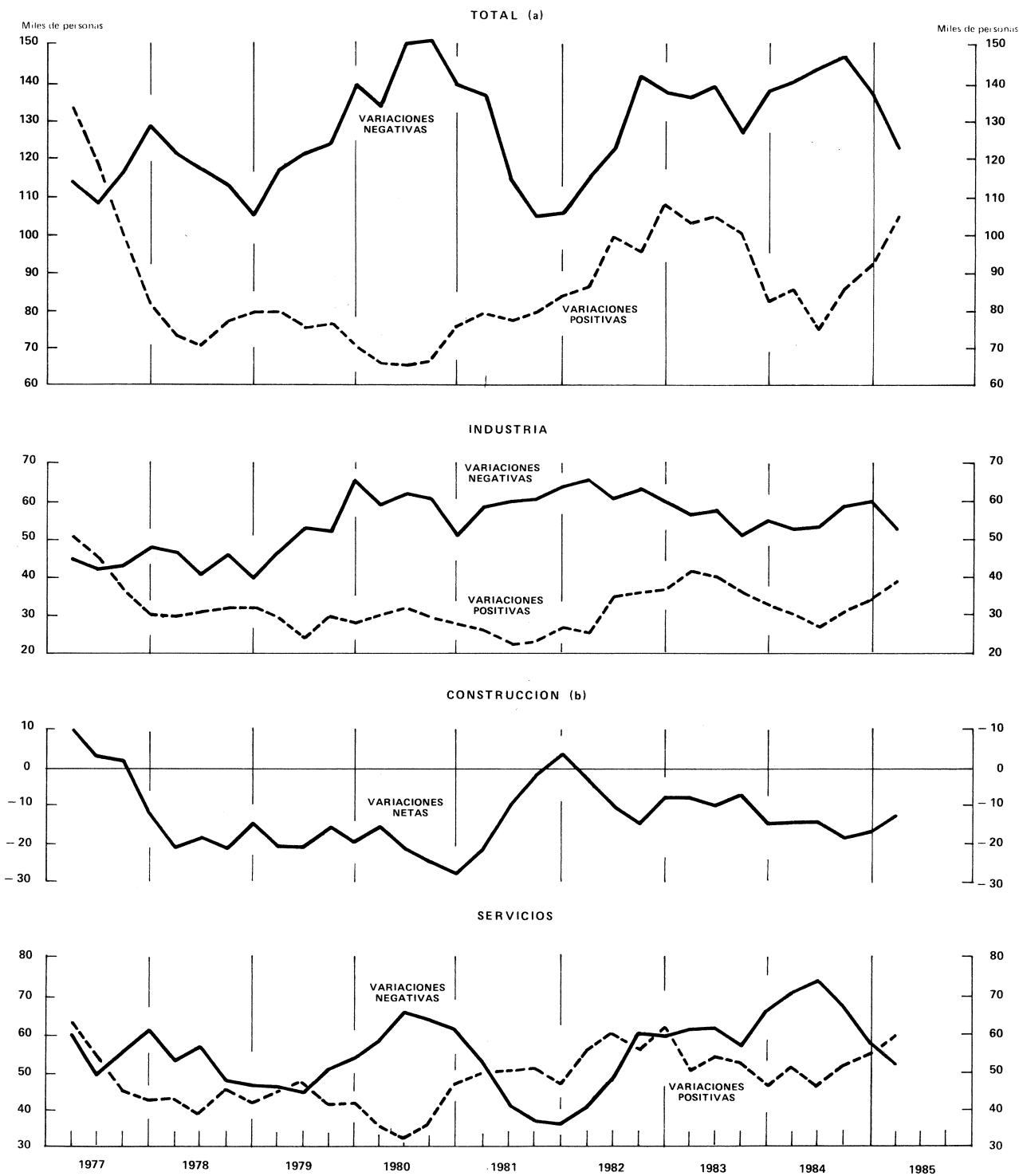
edad laboral), éstos no podrán continuar a los mismos ritmos que en el pasado reciente. Por subsectores, durante los tres primeros trimestres del año se ha producido un crecimiento del empleo en el sector energético (8.500 personas) y han continuado los descensos en los de minería no energética y química (7.500 personas), metal (36.000 personas) e industrias manufactureras (19.000 personas). Las variaciones positivas y negativas del empleo industrial muestran que el descenso de la destrucción de pues-

tos de trabajo se debe al comportamiento del sector de minería no energética y química, y que el aumento de la creación de empleo está concentrado en las industrias manufactureras, aunque este último fenómeno parece haberse detenido en el tercer trimestre.

El empleo de la construcción aumentó en 15.000 personas durante el tercer trimestre y descendió en 4.000 en los nueve primeros meses del año (-6,6 %

3. VARIACIONES EN EL EMPLEO DE LOS ASALARIADOS NO AGRARIOS (EXCEPTO AAPP)

Medias móviles de cuatro trimestres



FUENTE: Elaboración Banco de España sobre datos de la E.P.A.

(a). Corregido de empleo comunitario.

(b). Al aparecer la construcción en la C.N.A.E. como un único sector a dos dígitos, sólo se presentan los saldos netos de las variaciones --positivas o negativas-- del empleo.

sobre el mismo período de 1984). Hay que señalar que en 1985 ha continuado el transvase de asalariados a no asalariados que viene caracterizando la evolución del empleo de este sector durante los últimos años. En efecto, desde finales de 1982 hasta el tercer trimestre del año en curso, mientras que los asalariados descendieron en 178.000 personas, los no asalariados crecieron en 26.000. Esto ha hecho que el porcentaje que suponen los asalariados sobre el empleo total del sector, que en la primera fecha era del 79,1 %, se haya reducido hasta el 71,5 % en este año. Este fenómeno puede deberse a un creciente recurso a la contratación de trabajadores no a salario, sino para la realización de trabajos determinados, por parte de las constructoras, aunque no hay que descartar que también refleje la existencia de una cierta economía sumergida en la construcción.

Donde se ha producido un cambio de tendencia más apreciable en la evolución del empleo ha sido en los servicios privados. Mientras que en 1984 la ocupación del sector tuvo una evolución negativa, en el tercer trimestre de este año ha crecido en 26.000 personas, y en el conjunto de los tres trimestres, en 71.000. Sin embargo, un análisis más detallado de los datos muestra que este crecimiento no está exento de elementos contradictorios. De los 71.000 en que aumentó el empleo, 21.000 se sitúan en la banca y las cajas de ahorro, pero esto no parece corresponderse con la realidad. Los datos censales disponibles por el Banco de España respecto a estos dos sectores muestran que durante los tres primeros trimestres del año el empleo de los mismos permaneció estable y no creció como sugiere la EPA. La razón de este dispar comportamiento podría residir en que mientras la EPA cifraba en 200.000 personas el empleo de banca y cajas de ahorro en el tercer trimestre, los datos censales muestran que su nivel

real era de 238.000, por lo que el crecimiento del empleo que da la encuesta podría ser el efecto estadístico de una aproximación a las cifras de ocupación existentes en la realidad. Otros 42.000 puestos de trabajo fueron generados por el sector de hostelería durante los nueve primeros meses del año, la mayor parte de los cuales se sitúa en los meses de verano, pero este aumento tiene un fuerte componente estacional y supone un crecimiento prácticamente idéntico al que se produjo en el mismo período del año anterior. En transportes y comunicaciones, el empleo se redujo en 2.000 personas durante el período comentado, frente a un crecimiento de 4.000 en el mismo período de 1984. Las mejoras del empleo se sitúan, pues, en comercio y en los otros servicios. En efecto, el empleo del sector comercio creció en 8.000 personas durante los tres primeros trimestres, mientras que en el mismo período de 1984 se redujo en 38.000. En los otros servicios, creció el empleo de inmobiliarias y servicios a empresas (12.000 personas), enseñanza, sanidad, recreativos, etc. (18.000 personas) y reparaciones (18.000 personas), y se redujo el del servicio doméstico (-42.000 personas).

El empleo de los servicios de las administraciones públicas creció en 63.000 personas durante el tercer trimestre y en 84.000 en los meses transcurridos del año, lo que supone un aumento del 5,0 % sobre el mismo período de 1984. De este aumento del empleo, 60.000 corresponden a las administraciones públicas propiamente dichas y 24.000 a la sanidad pública.

El aumento de la población activa durante el tercer trimestre ha hecho que, a pesar del aumento de la ocupación, el paro prácticamente no se haya reducido (ver cuadro 3). En lo que va transcurrido de año, el volumen de parados creció en 21.000 personas, y,

3. Evolución del paro (Tercer trimestre 1985)

Miles de personas

	Cifras absolutas III TR 1985	Variaciones III TR/II TR				Variaciones III TR/IV TR año anterior			
		1982	1983	1984	1985	1982	1983	1984 (a)	1985
Total	2.890	96	79	65	-2	146	100	158	21
Buscan primer empleo	1.175	68	66	61	69	85	59	112	56
Anteriormente empleados	1.715	28	13	4	-71	61	41	46	-35
<i>Agricultura</i>	240	-3	-7	8	-3	-8	-1	81	29
<i>Industria</i>	485	19	4	14	-13	42	1	38	-16
<i>Construcción</i>	380	-1	22	-21	-48	2	14	-42	-57
<i>Servicios</i>	610	13	-6	3	-7	25	27	-31	9

Fuente: INE.

(a) Corregido de empleo comunitario.

coherentemente con la evolución del empleo y el aumento de la población activa, se ha producido un aumento de 56.000 parados que buscan su primer empleo y un descenso de 35.000 en los anteriormente ocupados. Por sectores, hay que destacar el fuerte descenso del paro de la construcción y, en menor medida, de la industria, y los crecimientos del desempleo en la agricultura y los servicios, nada de lo cual parece corresponderse con la evolución sectorial de la ocupación.

Por último, la tasa de actividad de la población en edad laboral ha crecido en dos décimas, al pasar del 47,3% en el segundo trimestre al 47,5% en el tercero. Como ha venido ocurriendo en el pasado, ello se ha debido al crecimiento de la tasa de los jóvenes de 16 a 24 años y de la tasa de las mujeres.

20-XII-1985.

Sector público

Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social en el período enero-septiembre

En los nueve primeros meses del año, las operaciones no financieras del sistema de la Seguridad Social, incluido el Desempleo, se han saldado con un superávit de 128 m.m., superior en 34 m.m. al que se registró en el mismo período de 1984. No obstante, si se consideran los ingresos propios del sistema, es decir, excluidas las transferencias del Estado a la Seguridad Social y al INEM, el saldo deficitario que resulta ha pasado de 518 m.m en 1984 a 720 m.m. en este año. De esta cifra, 461 m.m. corresponden al sistema de la Seguridad Social, y 259 m.m., al Desempleo. A su vez, los 202 m.m. de aumento del saldo entre los tres primeros trimestres de 1984 y 1985 se distribuyen en 88 m.m. para la Seguridad Social y

1. Sistema de la Seguridad Social Ingresos no financieros

m.m. y %

	ENE-SEP		
	Importe		Crecimiento 85/84
	1984	1985	
TOTAL	2.705	3.131	15,8
Cotizaciones	2.054	2.248	9,4
Régimen general	1.339	1.439	7,4
<i>Empresarios</i>	1.123	1.203	7,1
<i>Trabajadores</i>	216	236	9,5
Régimen especial agrario	90	100	10,3
<i>Empresarios</i>	22	27	23,7
<i>Trabajadores</i>	68	72	6,0
Rég. trabajadores autónomos	161	177	10,3
Otros regímenes	69	81	18,6
<i>Empresarios</i>	52	60	16,2
<i>Trabajadores</i>	16	21	26,3
Accidentes de trabajo	130	131	0,5
Fondo de solidaridad	...	25	...
<i>Empresarios</i>	...	13	...
<i>Trabajadores</i>	...	13	...
Desempleo	265	295	11,2
<i>Empresarios</i>	219	244	11,2
<i>Trabajadores</i>	46	51	11,2
Transferencias del Estado	612	848	38,6
A la Seguridad Social	477	614	28,7
Al desempleo	135	234	73,3
Otros ingresos	38	34	-10,2
PRO MEMORIA:			
Cotizaciones de empresarios	1.547	1.678	8,5
Cot. de trabaj. por cta. ajena	346	393	13,5

114 m.m. para el Desempleo, cuyas cuentas reflejan la considerable ampliación que ha tenido lugar en la cobertura a los parados.

Hasta septiembre, los ingresos no financieros se incrementaron en un 15,8 % (véase cuadro 1), pero, en tanto las cotizaciones aumentaron en un 9,4 %, las transferencias del Estado lo hicieron en un 38,6 %, distribuidas en unos crecimientos del 28,7 % las destinadas a la Seguridad Social y del 73,3 % las destinadas al INEM, superándose ampliamente, en el caso de estas últimas, las previsiones presupuestarias.

El crecimiento de las cotizaciones se sitúa ligeramente por debajo del aumento resultante de comparar la liquidación del presupuesto de 1984 con el presupuesto de 1985, pudiéndose imputar la desviación a una evolución del empleo más desfavorable de lo previsto y al impulso que han tomado las colocaciones acogidas a algún tipo de bonificación en las cotizaciones. Por lo que se refiere a las cotizaciones del régimen general, su crecimiento (del 7,4 %) queda también ligeramente por debajo de lo previsto. La diferencia entre el aumento de las cotizaciones empresariales (7,1 %) y las de los trabajadores (9,5 %) se explica por el descenso en 0,3 puntos del tipo de cotización empresarial. Las cotizaciones del régimen especial agrario han aumentado en un 10,3 %, quedando muy por debajo del crecimiento previsto, que se apoyaba en un alza del tipo de cotización de los trabajadores por cuenta propia. Las cotizaciones del régimen de los trabajadores autónomos han crecido en 10,3 % —algo por encima de lo proyectado—, descansando la moderación de su crecimiento en la reducción del tipo de cotización en 0,3 puntos. Las cotizaciones del resto de los regímenes especiales se han incrementado en un 18,6 %, registrándose entre ellos comportamientos dispares, que, en parte, se corresponden con las modificaciones introducidas en los tipos de cotización. En cuanto a las contribuciones al Desempleo, su crecimiento ha sido del 11,2 %, tasa extensible a las aportaciones de empresarios y trabajadores, pues los tipos de cotización no han variado entre 1984 y 1985. Cabe señalar, por último, que las cotizaciones al Fondo de solidaridad han supuesto, hasta septiembre, 25 m.m., de los 40 m.m. previstos para el año, siendo aportados en partes iguales por empresarios y trabajadores. Esta contribución igualitaria al Fondo explica buena parte de la diferencia entre el 8,5 % de crecimiento de las cotizaciones globales de los empresarios y el 13,5 % de incremento de las cotizaciones de los trabajadores por cuenta ajena.

Los pagos no financieros totales se han incrementado, hasta septiembre, en un 15,0 % (véase cua-

dro 2), aproximándose con bastante precisión al crecimiento previsto, aunque por partidas del gasto las discrepancias entre previsiones y realizaciones son más acusadas. Las prestaciones económicas y las prestaciones sanitarias registran crecimientos equivalentes (14,7 % y 15,6 %, respectivamente), pero, mientras las primeras se ajustan a las previsiones presupuestarias, las segundas exceden lo programado, reflejando, en parte, la imputación al presupuesto corriente de obligaciones procedentes de ejercicios anteriores.

Dentro de las prestaciones económicas, las pensiones han crecido en un 13,5 %, habiéndose elevado el

2. Sistema de la Seguridad Social

Gastos no financieros
Clasificación funcional

m.m. y %

	ENE-SEP		
	Importe		Crecimiento 85/84
	1984	1985	
TOTAL	2.610	3.002	15,0
Prestaciones económicas	1.894	2.173	14,7
Pensiones	1.312	1.489	13,5
<i>Régimen general</i>	716	830	15,9
<i>Rég. trabajadores autónomos</i>	100	112	12,0
<i>Reg. especial agrario</i>	357	389	9,0
<i>Otros regímenes</i>	138	158	14,4
Incapacidad laboral transitoria	106	74	-36,2
Invalidez provisional	30	29	-3,3
Protección a la familia	30	19	-36,7
Desempleo	410	554	35,1
<i>Entregas</i>	284	413	45,4
<i>Cotizaciones</i>	98	129	31,6
<i>Bonificaciones en cotizac.</i>	28	12	-
Otras	7	7	-
Prestaciones sanitarias	633	732	15,6
Asistencia sanitaria	622	720	15,8
<i>A domicilio</i>	207	227	9,7
<i>En instituciones cerradas</i>	239	282	18,0
<i>En instituciones abiertas</i>	48	58	20,8
<i>Con medios ajenos</i>	129	154	19,4
Otras prestaciones	10	12	20,0
Otras prestaciones sociales	22	25	13,6
Gastos de administración	62	72	16,1
PRO MEMORIA:			
Clasificación económica			
TOTAL	2.610	3.002	15,0
Gastos corrientes	2.596	2.982	14,9
Remuneraciones de personal	359	402	12,0
Compra de bienes y servicios	205	250	22,0
Transferencias corrientes	2.032	2.330	14,7
Gastos de capital (inversiones)	14	20	42,9

número de pensionistas, entre los meses de septiembre de 1984 y 1985, en un 2,7 %, y la pensión media, en un 10,6 %, situándose su nivel en 28.200 ptas/mes. Las prestaciones por incapacidad laboral transitoria han decrecido en un 36,2 % –más intensamente de lo previsto– y algo parecido ocurre con la invalidez provisional, cuyos pagos registran una disminución del 3,3 %, cuando estaba previsto un aumento del 12 %. La revisión de las situaciones generadoras de esta última prestación, con anulación en muchos casos, tiene que ver con esta evolución. También los pagos por protección a la familia (–36,7 %) se han reducido en mayor medida de lo programado. Por lo que atañe a las prestaciones por desempleo, los pagos se han incrementado en un 35,1 %, lo que se explica fundamentalmente por el incremento del número de perceptores por desempleo total (9,2 % como media entre los tres primeros trimestres de 1984 y 1985) y por la ampliación, propiciada por la ley de agosto del pasado año, de los perceptores de prestaciones complementarias (que han pasado de 136.300 en septiembre del año anterior a 229.200 en septiembre de este año).

Los pagos por prestaciones sanitarias, como se ha indicado, han superado lo previsto, hecho que afecta a todas las principales partidas, aunque con particular incidencia en la asistencia con medios ajenos, cuyos pagos han crecido en un 19,4 %, y en la asistencia a domicilio (gastos de farmacia, primordialmente), cuyo aumento del 9,7 % contrasta con la disminución programada. Hasta septiembre, el número de recetas se ha mantenido prácticamente estancado al nivel del año pasado, pero el importe por receta se ha incrementado en un 10 %. Los gastos en asistencia con medios propios han crecido en un 18,4 %, registrando porcentajes parecidos los gastos atribuibles a instituciones cerradas y abiertas. Estos gastos están estrechamente relacionados con el consumo de la Seguridad Social, cuyo crecimiento ha sido del 15,6 % –con un desglose del 12,0 % para las remuneraciones de personal, que está por debajo de lo previsto, y del 22,0 % para las compras de bienes y servicios, que supera lo presupuestado–. Ateniéndose a la clasificación económica de gastos, cabe concluir indicando que las inversiones han crecido en un 42,9 %, pero su nivel de ejecución al término del tercer trimestre es considerablemente bajo.

24-XII-1985.

Los activos de caja y la oferta de dinero

Este artículo es un resumen de la investigación realizada por Ignacio Mauleón, José Pérez y Beatriz Sanz, del Servicio de Estudios, sobre la instrumentación del control de la oferta monetaria. El estudio aparecerá publicado en versión completa próximamente, en la serie de Estudios Económicos editada por el Banco de España.

* * *

1. Introducción

Desde el año 1973, el Banco de España controla la evolución de los activos de caja del sistema bancario para alcanzar unos objetivos formulados en tasas de crecimiento de un agregado monetario. Las series estadísticas de activos de caja obtenidas directamente de los estados contables no son, sin embargo, un buen indicador de la actuación de las autoridades y del carácter de la política monetaria.

Por ello, el Banco de España elabora, desde 1977, una serie de activos de caja corregidos, que recoge una serie de ajustes que tienen en cuenta las modificaciones de los coeficientes legales de caja. Esta serie proporciona una medida más completa de las actuaciones del Banco y una información más apropiada de la evolución futura de los agregados monetarios.

Este trabajo explica, en primer lugar, la necesidad de la serie de activos de caja corregidos, y la definición y procedimiento de cálculo de los mismos. En segundo lugar, se presenta una ecuación de oferta de dinero que permite contrastar la bondad de dicha serie como indicador monetario. Finalmente, se presentan estimaciones econométricas que justifican su utilización como objetivos instrumentales de la política monetaria.

2. Necesidad y construcción de la serie de activos de caja corregidos

Dentro del marco general de política económica definido por el gobierno, el Banco de España trata de alcanzar unos objetivos formulados en términos de crecimiento de un agregado monetario. Con este fin, el Banco de España ejerce el control de la oferta de activos de caja, AC, en función del crecimiento deseado de dicho agregado (1) y de la evolución prevista de aque-

(1) Para simplificar, vamos a suponer que este agregado monetario son las disponibilidades líquidas, y sólo en la última parte se hará referencia a los activos líquidos del público.

llos otros factores que influyen en la relación existente entre ambas variables. En el caso concreto de las disponibilidades líquidas, que conocemos como M_3 , estas variables están relacionadas por el sencillo esquema de multiplicador siguiente:

$$M_3 = m AC = \frac{1+k-h}{q+e} AC \quad (1)$$

donde 'q' es el coeficiente legal sobre el total de pasivos computables, 'e' el coeficiente de activos excedentes sobre pasivos computables, 'k' la razón entre el efectivo en manos del público y los pasivos computables, y 'h' la proporción entre depósitos y otros pasivos computables. Para un valor dado del coeficiente legal de activos de caja, se formula una predicción del multiplicador, m^p , y, a partir del objetivo de M_3 , se obtiene el objetivo de AC:

$$AC^{\hat{}} = \frac{1}{m^p} \hat{M}_3 \quad (2)$$

que se constituye en objetivo a instrumentar durante el período correspondiente.

En la medida en que no varíe el coeficiente legal de activos de caja, éstos serán un buen indicador de la política monetaria. El Banco de España, sin embargo, ha utilizado este coeficiente como instrumento de control en repetidas ocasiones. En estas condiciones, es evidente que la serie de activos de caja deja de ser un resumen adecuado de las actuaciones del Banco de España tendentes a controlar la evolución de los agregados monetarios.

Este problema puede resolverse redefiniendo los activos de caja y su multiplicador asociado. Para ello, es útil reformular el modelo de (1), redefiniendo sus dos componentes, de forma que uno de los componentes recoja sólo las actuaciones de la autoridad monetaria, y el otro, el comportamiento del público y las entidades bancarias. Se trata, por tanto, de reescribir (1) en la forma siguiente:

$$M_3 = m_c AC_c$$

donde

$$m_c = m/\lambda, \quad AC_c = AC \cdot \lambda \quad (3)$$

y 'λ' recoge la capacidad adicional de crecimiento de M_3 procedente de las modificaciones del coeficiente legal. La variable AC_c , que denominamos activos de caja co-

regidos, resume en una sola medida todas las acciones cuantitativas del Banco de España, tanto las que adoptan la forma de variaciones del coeficiente legal, como las que se reflejan en variaciones de la oferta de activos de caja. El multiplicador corregido, 'm_c', debe permanecer constante ante modificaciones del coeficiente legal y reflejar el comportamiento del público y de las entidades bancarias.

La construcción de la variable AC_c plantea un problema clásico de elaboración de un indicador que recoja el efecto conjunto de varios instrumentos de política sobre una variable de referencia. Esto puede hacerse fácilmente tomando logaritmos y diferenciando (1), con el siguiente resultado:

$$\frac{d \ln AC_c}{dt} = \frac{d \ln AC}{dt} - \frac{1}{(q+e)} \frac{dq}{dt} \quad (4)$$

donde

$$\frac{d \ln M_3}{dt} = \frac{d \ln m_c}{dt} + \frac{d \ln AC_c}{dt}$$

Esta descomposición cumple los requisitos exigidos anteriormente: las variaciones de los activos de caja corregidos, AC_c , reflejan la contribución de las autoridades monetarias al crecimiento de las disponibilidades líquidas, tanto mediante la oferta de activos de caja como a través de las modificaciones del coeficiente legal de caja, y el multiplicador correspondiente, m_c , permanece invariable ante estas modificaciones.

La serie ha sido obtenida por la aplicación recursiva de la aproximación discreta de (4):

$$\Delta \ln AC_{ct} = \Delta \ln AC_t \frac{\overline{PC}_t}{AC_t} - \Delta q_t \quad (5)$$

a partir de la primera decena de enero de 1974, donde PC son los pasivos computables. La construcción de la serie final tiene en cuenta diferentes hechos, como son la exención de cumplimiento de entidades en dificultades, la aplicación de diferentes coeficientes a las distintas clases de pasivos y según el carácter de los distintos grupos de instituciones, etc. (Los anexos del estudio describen en detalle estos problemas y presentan la serie obtenida).

3. Estimaciones empíricas de funciones de oferta de dinero

Esta sección presenta estimaciones compactas de la oferta de dinero que permiten contrastar la bondad de

la serie de activos de caja corregidos como indicador de política monetaria. Esta ecuación compacta es útil también para su inclusión en modelos econométricos multiecuacionales y para la previsión del crecimiento de los agregados monetarios.

En primer lugar, es conveniente analizar las propiedades que debe cumplir dicha función de oferta de dinero. Tomando diferencias logarítmicas de (3) y después de ciertas manipulaciones algebraicas descritas en el estudio, se obtiene:

$$\Delta \ln M_3 \approx \Delta k - \Delta \ln e + \Delta \ln AC_c \quad (6)$$

El coeficiente de efectivo 'k', en la medida en que las elasticidades de demanda de efectivo y depósitos sean similares, sólo reflejará un acusado comportamiento estacional (esto es, por otra parte, lo que se obtiene empíricamente). Respecto al coeficiente de excedentes, en un trabajo anterior (Mauleón (1984)), se obtiene una estimación del tipo

$$\ln e_t = \alpha \Delta IM_t + z'_t \delta \quad (7)$$

donde z_t es un vector de variables menos significativas que IM, el tipo interbancario. En consecuencia, la ecuación de oferta de M_3 ha de ser aproximadamente la siguiente:

$$\Delta \ln M_3 = \beta_1 \Delta^2 IM + \beta_2 \Delta \ln AC_c + (\text{dummies estacionales}) \quad (8)$$

El equilibrio estático de una función de oferta debe reproducir razonablemente esta ecuación. Dado que los excedentes de caja deseados se ajustan a los efectivos con rapidez, podemos resumir las propiedades de una función de oferta, como sigue:

- 1) Coeficiente de ajuste de M_3 a AC_c rápido.
- 2) Elasticidad unitaria a largo plazo entre M_3 y AC_c .
- 3) Coeficiente positivo de $\Delta^2 IM$ en el período corriente.
- 4) Estacionalidad marcada.

La ecuación (8) plantea un problema estadístico, por la posible simultaneidad entre el tipo de interés y los errores. Para soslayar esta dificultad, se ha procedido a estimar conjuntamente la ecuación (8) junto con una ecuación para el tipo de interés interbancario, utilizando el procedimiento de máxima verosimilitud. El modelo obtenido es el siguiente:

$$\Delta M_3 = .0076 D2 - .0038 D3 + .23 \Delta M_{3-1} + .63 \Delta AC_c \quad (7.7) \quad (3.5) \quad (5.3) \quad (17.)$$

$$+ .14 \Delta AC_{c-4} + .0025 \Delta^2 IM + e_1 \quad (3.5) \quad (2.1)$$

$$IM = 16.8 + .32(CP - CT) + 3.2V_{-1} - .57D21 + e_2 \quad (7.) \quad (4.6) \quad (5.6) \quad (4.3)$$

$$T = 35 (75.2 - 83.4), \hat{\sigma}(M) = .0026, \hat{\sigma}(IM) = .13 \quad (9)$$

donde CP es el crédito interno al sector público, CT es el crédito interno total, V la velocidad de circulación de M_3 , y D21 es una variable artificial para la observación 78.I. Todas las variables están definidas en logaritmos, y el modelo ha sido estimado conjuntamente por un procedimiento trietápico.

La ecuación para el tipo de interés es básicamente similar a la obtenida por Mauleón y Pérez (1985). La ecuación de oferta de dinero cumple, a grandes rasgos, todos los requisitos señalados anteriormente. Este modelo ha sido validado por medio de una serie de contrastes habituales que se presentan en los anexos del estudio.

Resultados similares se obtienen estimando una ecuación de oferta de activos líquidos del público (ALP). Las únicas diferencias son la mayor significatividad del tipo de interés y la menor rapidez de respuesta a los activos de caja. Estos resultados coinciden con lo esperado, tal como se explica en el estudio. Otro punto importante a considerar es la estabilidad de la ecuación en el año 84, dados los cambios en la conducción de la política monetaria introducidos en ese año. Las estimaciones presentadas en el estudio demuestran que, efectivamente, la ecuación de oferta estimada en (9) es estable.

Desde el punto de vista de la predicción y del control a corto plazo, es más útil una ecuación con observaciones mensuales. Las estimaciones econométricas dan el siguiente resultado:

$$\Delta M_3 = -.006D2 + .01D7 + .007D12 + .003\Delta^2 IM \quad (4.7) \quad (8.2) \quad (5.) \quad (2.6)$$

$$+ .45\Delta AC_c + .15\Delta AC_{c-1} + .10\Delta AC_{c-2} \quad (12.5) \quad (6.4) \quad (3.8)$$

$$+ .10\Delta AC_{c-3} + .14\Delta AC_{c-12} \quad (3.5) \quad (4.6)$$

$$T = 101 (75.8 - 83.12), \hat{\sigma} = .0028$$

Esta ecuación ha sido sometida a la batería usual de contrastes, que, como en el caso anterior, han validado la ecuación.

4. La elección de un objetivo instrumental

Es importante analizar, teórica y empíricamente, la bondad relativa de la variable seleccionada como objetivo instrumental de la política monetaria, comparada con otros candidatos, como son los activos no corregidos (AC), la base monetaria corregida (BM_c) y sin corregir (BM). De modo similar a (3), se puede escribir:

$$M_3 = m_{Bc} \quad BM_c \quad (11)$$

La comparación de (3) y (11) sugiere que, suponiendo que los activos de caja y la base monetaria sean igualmente controlables, la elección de una u otra variable como objetivo instrumental dependerá de la estabilidad de su relación con M₃. Aunque, a muy corto plazo, variabilidad no es lo mismo que predecibilidad, es natural suponer que el componente no predecible del multiplicador es proporcional a su variabilidad. Entonces, es conveniente analizar la sensibilidad de los multiplicadores de la base monetaria y los activos de caja, ambos corregidos, ante variaciones en los coeficientes de excedentes y efectivo. Los desarrollos matemáticos presentados en el estudio llevan a la obtención de las siguientes desigualdades:

$$\left| \frac{\delta m_A}{\delta k} \right| < \left| \frac{\delta m_B}{\delta k} \right|$$

$$\left| \frac{\delta m_A}{\delta k} \right| > \left| \frac{\delta m_B}{\delta k} \right| \quad (12)$$

donde m_A y m_B son, respectivamente, los multiplicadores corregidos de los activos de caja y la base monetaria. De (12) podemos concluir que, en períodos de inestabilidad de la relación efectivo-pasivos computables, y de estabilidad del coeficiente de excedentes, el mejor instrumento de control son los activos de caja, mientras que, en el caso opuesto, lo mejor es controlar la base monetaria. Este último caso coincide algo con la situación de comienzos de los años 70 en España, mientras que el primer caso describe más adecuadamente la situación actual, si se exceptúan algunos momentos del período 82-84. Por esto, a priori parece que lo mejor en la actualidad es controlar los activos de caja, aunque tal vez en el pasado la situación fuera exactamente la opuesta. De todas formas, un análisis matemático elemental muestra que la variabilidad de los excedentes tiene que ser muy importante para que lo mejor sea controlar la base monetaria.

En cualquier caso, y para dilucidar empíricamente esta cuestión, se ha estimado la ecuación de oferta de M₃ utilizando como regresores el valor corriente y cuatro retrasos de las posibles variables alternativas. Las estimaciones se han realizado siempre por máxima verosimilitud conjuntamente con la ecuación de tipos de interés con observaciones trimestrales. Los resultados son los siguientes:

$$\Delta M_3 = .012D2 - .011D3 + .91\Delta M_{3-1} + .11\Delta AC \quad (3.) \quad (3.) \quad (9.6) \quad (2.4)$$

$$-.08\Delta AC_{-1} + .02\Delta AC_{-2} - .05\Delta AC_{-3} \quad (.9) \quad (.6) \quad (1.)$$

$$+.17\Delta AC_{-4} + .01\Delta^2 IM \quad (3.2) \quad (2.5)$$

$$T=35 (75.2-83.4), \quad \hat{\sigma}=.008$$

$$\Delta M_3 = .016D2 + .0003D3 + .68\Delta M_{3-1} + .17\Delta BM_c \quad (2.) \quad (.5) \quad (4.) \quad (1.8)$$

$$-.17\Delta BM_{c-1} + .19\Delta BM_{c-2} + .024\Delta BM_{c-3} \quad (2.1) \quad (5.2) \quad (.3)$$

$$-.024\Delta BM_{c-4} + .006\Delta^2 IM \quad (.3) \quad (2.2)$$

$$T=35 (75.2-83.4), \quad \hat{\sigma}=.005$$

$$\Delta M_3 = .018D2 + .01D3 + .72\Delta M_{3-1} - .02\Delta BM \quad (2.4) \quad (2.2) \quad (8.2) \quad (.2)$$

$$-.045\Delta BM_{-1} + .2\Delta BM_{-2} - .04\Delta BM_{-3} \quad (3.) \quad (.5) \quad (1.)$$

$$+.1\Delta BM_{-4} + .006\Delta^2 IM \quad (1.) \quad (1.4)$$

$$T=35 (75.2-83.4), \quad \hat{\sigma}=.007 \quad (13)$$

donde AC son los activos de caja no corregidos, BM la base monetaria no corregida y BM_c la base monetaria corregida. En primer lugar, observamos que el coeficiente de M₃₋₁ sube notablemente en los tres casos, lo que implicaría unos ajustes muy lentos, no compatibles con la observación directa de la realidad. En segundo lugar, la estructura dinámica implícita en cada ecuación es poco estable; además, la elasticidad unitaria sólo se mantiene en el caso de los activos de caja sin corregir. Finalmente, el ajuste de todas estas ecuacio-

nes es considerablemente peor que el proporcionado por el modelo presentado en (9). De acuerdo con los resultados de (9) y (13), el mejor objetivo instrumental son los activos de caja corregidos, seguidos de los activos de caja sin corregir, la base monetaria corregida y, finalmente, la base monetaria no corregida.

5. Resumen y conclusiones

Este trabajo justifica la elaboración de una serie de activos de caja corregidos, que proporciona un resumen adecuado de las actuaciones del Banco de España, dirigidas a controlar la evolución de los agregados monetarios. Esta serie debe mostrar una relación más clara y estable con los agregados monetarios, que los activos de caja según balance.

Con el fin de contrastar este y otros resultados, se han estimado funciones de oferta de dinero utilizando como variables dependientes, M_3 y ALP. En ambos casos, los resultados confirman las hipótesis previas.

Las estimaciones muestran, además, que, en general, la variable óptima como objetivo instrumental de control son los activos de caja corregidos. Sin embargo, en algunos subperíodos de fuerte inestabilidad en el comportamiento del coeficiente de excedentes, la base monetaria puede ser un instrumento mejor, y ello depende, a su vez, de la estabilidad de los mecanismos de intervención de las autoridades.

Hay que subrayar, finalmente, que, a pesar de los cambios institucionales y tecnológicos del período analizado, una ecuación tan compacta como la presentada ofrece resultados muy satisfactorios, tanto con observaciones mensuales como con trimestrales.

21-XII-1985.

Las estadísticas del Banco de España

Por tercer año consecutivo (1), se hace balance de los trabajos sobre estadísticas, fundamentalmente financieras, acometidos durante el año que termina y de los en curso en el momento de redactar esta nota, que ha sido preparada en la Suboficina de Estadística del Servicio de Estudios (con la colaboración de la Central de Balances para su epígrafe específico). Al igual que en ocasiones precedentes, se quiere llamar la atención sobre cómo interesa tener en cuenta más el sistema integrado en el que se pretenden enmarcar estos trabajos, que la enumeración concreta de cada uno de ellos. En cualquier caso, esta integración no excluye, el tratamiento detallado de las distintas operaciones y mercados, cuando ello es necesario. Por otra parte, los epígrafes dedicados a la difusión de la información y a las demandas estadísticas de las Comunidades Europeas son obligados por la actualidad de ambos temas.

1. El *Boletín Estadístico* y publicaciones conexas: situación actual y trabajos en curso

1.1. Novedades introducidas durante 1985

Siguiendo la práctica habitual, durante 1985 se han seguido incorporando al *Boletín Estadístico* las actualizaciones obligadas para mantenerlo como un instrumento analítico útil. Una lectura de la página de novedades que figura al principio de cada *Boletín* informa suficientemente de las citadas actualizaciones por lo que, en lo que sigue, sólo se hace referencia a las más importantes. Tras la reordenación de algunos capítulos y la incorporación de otros nuevos, efectuadas durante 1984, en 1985, además de consolidar estos cambios, se han empezado a publicar, en el *Boletín* de diciembre, detalles adicionales de la sectorización por sujetos del crédito a los sectores públicos y privado y de sus depósitos, así como de los créditos al sector privado por finalidades, es decir, de la financiación a las actividades productivas (que se han clasificado según la CNAE-74) y a otros sectores cuya función principal no es producir, sino consumir (Familias e Instituciones privadas sin fines de lucro). Los citados detalles permitirán superar las imprecisas, aunque generalmente admitidas, agrupaciones institucionales «sector público» y «sector privado», mediante la clara delimitación de en qué medida las operaciones que se detallan han sido realizadas por cada uno de los agentes que forman las administraciones públicas, por las empresas no financieras (detallando, cuando ha sido posible, si las em-

(1) Vid. «Las estadísticas del Banco de España». *Boletines Económicos* de diciembre de 1983 y 1984.

presas u otro tipo de unidades institucionales agrupadas en este sector son o no de naturaleza pública), o por las Familias o Economías domésticas e Instituciones sin fines de lucro (1).

También en el *Boletín* de diciembre de 1985 aparecerá una estadística útil para el estudio de tres importantes subsectores o agentes de las Empresas no financieras: Grandes empresas públicas (excepto empresas eléctricas y de autopistas), Empresas eléctricas (públicas y privadas) y Empresas de autopistas (públicas y privadas). Se trata de las emisiones, amortizaciones y saldos vivos de los títulos de renta fija emitidos por estas agrupaciones, cuya publicación enriquecerá la información hasta ahora disponible sobre el mercado de capitales. Esta es sólo una primera aproximación al proyecto de elaborar cuentas completas para estos subsectores, tema en el que se trabaja en la actualidad, mediante la integración de la información de la Central de Riesgos, la Central de Balances y las propias memorias de las empresas componentes. En la estadística comentada se presentarán también los mismos datos para una agrupación residual compuesta por «Otras empresas no financieras» que aunque, en principio, debiera englobar todas las emisiones no incluidas en los grupos anteriores, recoge sólo aquellas que se han podido controlar estadísticamente, y, que se estima son las más importantes.

(1) Las referencias a la imprecisión e incluso inadecuación de las agrupaciones «sector público» y «sector privado», cuando se trabaja en un esquema integrado de cuentas económicas, se basan en que esta distinción es jurídica y no económica. Desde esta última perspectiva, interesa considerar agrupaciones de unidades de naturaleza homogénea, que, siguiendo los sistemas de contabilidad nacional vigentes, se define sobre la base de la función principal y de los recursos recibidos por las unidades. Desde este punto de vista, las empresas públicas en nada se diferencian de las privadas: producen bienes y servicios, y se financian, principalmente, por la venta de su producción. Sin embargo, dentro de un «sector público» tan genéricamente definido (podría decirse del mismo que agrupa a todas las unidades públicas residentes, excepto las de naturaleza financiera), existe un conjunto heterogéneo de unidades que conviene desagregar. Por ejemplo, las que forman las administraciones públicas, que tienen una naturaleza económica específica, ya que prestan servicios «colectivos» (seguridad, enseñanza no lucrativa...), se financian, principalmente, mediante impuestos, y, por tanto, requieren un análisis separado. Otra cosa es que, con propósitos obvios, se pretenda distinguir dentro del sector Empresas no financieras, entre las de naturaleza jurídica pública y privada, cuestión que, por otra parte, plantea en la práctica grandes dificultades: ¿cuáles son realmente públicas?, ¿es siempre posible, en la práctica, aplicar los criterios de la propiedad y/o el control?, etc. Por ello, normalmente, sólo se intenta estudiar la evolución de un pequeño grupo de Grandes empresas públicas, cuya determinación no es problemática y cuyos datos informan suficientemente a los analistas, sobre el nivel de endeudamiento de los poderes públicos, el peso de la inversión pública, etc. Sobre el tema de las Grandes empresas públicas se hacen algunas consideraciones en los párrafos que siguen.

Por último, cabe mencionar en esta rúbrica de novedades correspondientes a 1985 que, con la publicación del *Boletín Estadístico. Notas*, aparecido en febrero (1), se inicia un intento de completar la documentación de cada serie con una introducción a cada capítulo, o a partes homogéneas de cada capítulo, que contenga consideraciones útiles para enmarcar las estadísticas correspondientes en un contexto más general, las definiciones de algunos conceptos contenidos en los cuadros, y, en su caso, una breve exposición del funcionamiento de los mercados, cuyas variables (precios, índices, tipos de cambio, tasas, etc.) figuran en las estadísticas.

1.2. Trabajos en curso

Con el propósito de incorporarlos a las publicaciones respectivas en cuanto estén disponibles, se trabaja en la actualidad en:

a) *Boletín Estadístico: cuadros de detalle por sectores emisores de los fondos públicos en poder de las instituciones del sistema crediticio*. Este trabajo, prácticamente concluido y que se pretende publicar en la primera parte del año 1986, es el complemento de la sectorización de los créditos y los depósitos por sujetos que se publican en el *Boletín* desde diciembre de 1985, y al que se hace referencia más arriba. Además del valor que esta información tiene por sí misma, permitirá, al utilizarse junto a la de créditos ya citada, determinar qué parte del crédito interno del sistema crediticio al sector público va destinada a las administraciones públicas y a sus distintos componentes (Estado, corporaciones locales, comunidades autónomas, organismos administrativos y Seguridad Social) y qué parte corresponde a las restantes unidades públicas. Esta última agrupación es, por desgracia, muy heterogénea. Es claro que comprende los organismos autónomos comerciales e industriales. Sin embargo, los planes contables vigentes para el sistema bancario incluyen en el sector público a sólo un grupo de empresas públicas (las que la circular 19/85 y sus antecedentes denominan «entes públicos»), el Banco de España las incluye a todas, y el Crédito Oficial las incluye en el sector privado. En cualquier caso, estos problemas (2) no ocultan la importancia de lo ya conseguido en el tema de la adecuada sectorización de las operaciones.

(1) Estos boletines, que son de periodicidad anual, aparecen en febrero porque el *Boletín Estadístico* de febrero, al que acompañan, contiene como última información la referida a diciembre del año anterior.

(2) Por otra parte, en vías de solución en el marco de los trabajos, antes citados, referidos a las grandes empresas públicas, que también están en curso de elaboración.

b) *Boletín Estadístico: reordenación de los balances de las distintas instituciones del sistema crediticio.* Tal reordenación pretende: 1) hacer explícitos en los balances y sus desarrollos los pasivos líquidos del sistema que son activos líquidos en manos del público (ALP). Esta reforma es, evidentemente, complementaria a la ya descrita respecto al crédito interno. Como aquélla, se quiere llevar a término en los primeros meses de 1986, con lo que podrá establecerse una conciliación entre las series del capítulo VII (sistema crediticio) y el IX (agregados monetarios y crediticios), que hasta ahora no era evidente; 2) hacer figurar en los balances de los distintos grupos de instituciones las rúbricas diversas, en activo y pasivo, por su importe bruto, en lugar de como pasivos netos, que es la práctica que se venía siguiendo; 3) hacer figurar las cuentas de ahorro del emigrante entre los pasivos frente al exterior, al igual que se hará en el Registro de Caja, una vez que la adscripción sectorial de estas cuentas ha quedado claramente establecida en la CBE 29/85, de 5 de noviembre, y el RD 1723/1985, de 28 de agosto. Hasta ahora, tales cuentas se sectorizaban en el sector privado, rúbrica «otros acreedores».

c) *Boletín Estadístico: modificaciones en los cuadros de presentación del registro de caja.* Con la entrada en vigor, en enero de 1985, de la circular 28/84, se ha podido disponer de una información más detallada, que facilitará una sectorización de las operaciones de capital (financieras, en terminología de un esquema de cuentas nacionales) acorde con los principios que en esta nota se vienen describiendo (administraciones públicas *versus* sector público, etc.). Además, con esta ocasión, se pretenden introducir otras modificaciones conceptuales. Las principales son: 1) la ya citada consideración de las variaciones en las cuentas de ahorro-emigrante como modificaciones de la situación acreedora frente al exterior, en lugar de contabilizar estos flujos como transferencias, que es lo que se venía haciendo hasta ahora (1). Esta modificación, como las restantes a que se alude en este apartado, se introducirá en toda la serie histórica y no sólo en 1985; 2) los desfases temporales sobre créditos de tercer financiador y de comprador extranjero se llevan de la balanza de capital a largo plazo a «partidas no clasificadas y diferencias de valoración», para dejar como créditos a largo sólo los

que lo son en sentido estricto; 3) los créditos otorgados por entidades de crédito a comprador extranjero, en pesetas y moneda extranjera, así como sus créditos hipotecarios en pesetas, que ahora figuran en la balanza de capital a largo, se llevan a la rúbrica que hasta ahora se viene denominando Movimientos monetarios junto a las restantes rúbricas de las entidades delegadas; 4) por último, diversas modificaciones formales, que, en suma, pretenden hacer explícitas, en la balanza por cuenta de capital, las variaciones en las relaciones deudoras y acreedoras, sin que por ello se deje de informar de los movimientos de ingresos y pagos que dan lugar a tales variaciones.

d) *Boletín Estadístico: otros trabajos en curso que afectan a capítulos diversos.* Se está también trabajando en: 1) complementar —y, en parte, sustituir— la información que se viene ofreciendo en los capítulos I a VII (sistema crediticio y sus componentes) y XII (mercados monetarios), sobre pagarés del Tesoro, de forma que el usuario del *Boletín* pueda disponer de información integrada de las operaciones en firme y las temporales, conozca las distintas formas de materialización de los pagarés y sus transformaciones, y pueda consultar un detalle sectorial exhaustivo de los sectores/subsectores/agentes que los mantienen en cartera, con especial hincapié en la información relativa a un tenedor tan cualificado como es el Banco de España; 2) ofrecer estadísticas mensuales o, al menos, trimestrales de los activos y pasivos financieros del Estado y de otras administraciones públicas, y seguir recopilando información sobre las corporaciones locales y las comunidades autónomas con el fin de poder ofrecer cuentas financieras completas para estos subsectores con periodicidad, al menos, trimestral; 3) elaborar cuentas completas de las grandes empresas públicas, en la forma que se indica en el penúltimo párrafo del epígrafe anterior; 4) preparar cuadros que muestren el detalle de la posición exterior de la banca (entidades delegadas) de forma que se facilite su conciliación con las estadísticas de la deuda exterior de España; 5) elaborar un nuevo capítulo del *Boletín* que recoja las principales series relativas a la economía internacional, lo que implica la recopilación de estadísticas publicadas por los principales organismos internacionales.

En cualquier caso, esta relación no es exhaustiva, y nada excluye que las prioridades establecidas puedan alterarse por la aparición de problemas o dificultades no previstos ahora. En este sentido, no está de más mencionar los problemas prácticos, que puede ocasionar la entrada en vigor en enero de 1986 de la circular 19/85, de 23 de julio («Banca privada y Cajas de Ahorro. Balance, cuenta de resultados y estados

(1) La solución ahora adoptada, coherente con las recomendaciones de los organismos internacionales, también implica el contabilizar los flujos de intereses generados por estas cuentas como rentas patrimoniales del exterior, que aumentan su posición acreedora y la deudora de nuestra economía. Vid «Nuevo procedimiento de contabilización de las remesas de emigrantes en el registro de caja...» *Boletín Económico*, septiembre 1985, artículo preparado por M.A. Arnedo con la colaboración de D. González.

complementarios»), que sustituye a las 20/81 y 16/82, vigentes hasta diciembre de 1985.

e) *Boletín Estadístico. Notas y Suplementos de series históricas*. En febrero de 1986, aparecerá el suplemento de notas correspondiente a ese año que, como viene siendo habitual, supondrá una revisión completa del aparecido en febrero de 1985. También se pretende que aparezcan en breve suplementos de series históricas de la banca, las cajas de ahorro y el registro de caja, que abarcan el período 1962-1985, excepto en el caso del Registro de Caja, que se iniciará en 1969.

2. Otras publicaciones

2.1. Indicadores económicos

El proyecto anunciado en estas mismas páginas en diciembre de 1984, relativo a la distribución de estos indicadores al público en general, mediante suscripción, empezó a ser una realidad en enero de 1985. En el momento actual, unas 330 personas e instituciones reciben esta información, que, hasta la fecha citada, sólo se distribuía restringidamente, con la excepción de los indicadores que, mensualmente, se difunden en este *Boletín Económico*. En el futuro, se pretende ir incorporando a esta publicación las mejoras que se juzguen oportunas, en la medida en que lo permitan los recursos disponibles.

2.2. Cuentas financieras de la economía española

En los capítulos II y III del *Apéndice Estadístico al Informe anual* de 1984, aparecido en la primavera de 1985, se publicaron, las cuentas financieras de flujos y *saldos* para los distintos sectores y subsectores de la economía española (1). Estas series, que cubren el período 1974-1984, son lo último publicado hasta el momento sobre esta materia, pero, en diciembre de 1985, se encuentra en su última fase de preparación la edición de una nueva revisión de la monografía «Cuentas financieras de la economía española» (la última apareció en enero de 1984), que, en esta oca-

(1) El citado apéndice constituye, en sí mismo, otra de las publicaciones estadísticas del Banco de España, ya que, además de las cuentas financieras que se comentan en esta nota, incluye series históricas (que siempre cubren, al menos, el período 1974-1984) de las cuentas y agregados de la contabilidad nacional no financiera, elaborada por el INE, con estimaciones propias para los últimos años de la serie (capítulo I) y otras informaciones útiles para complementar al Informe propiamente dicho, que tiene un carácter más heterogéneo, razón por la que el capítulo IV, donde esta información se presenta, se denomina «Otras estadísticas».

sión, contendrá la serie histórica 1970-1984. Además de la novedad de presentar, por vez primera, una serie homogénea tan larga, las cuentas de esta monografía se diferencian de las aparecidas en el apéndice ya citado en un aspecto fundamental: incluyen desde 1983 (cuentas de flujos) y desde 1982 (cuentas de *saldos*), una división de las cuentas del sector conjunto «Empresas no financieras y familias» en sus componentes «Empresas no financieras», por un lado, y «Familias», por otro, superándose así una de las grandes limitaciones de las cuentas que hasta ahora se venían publicando. Este trabajo se ha podido llevar a término, porque, además de las modificaciones llevadas a cabo, en las circulares a las instituciones del sistema bancario, se han invertido los recursos necesarios para realizar una encuesta específica a las entidades del sistema bancario, sobre los «títulos-valores que mantienen en depósito y otra información complementaria» (1). Por último, otros cambios respecto a las cuentas del apéndice son más o menos formales, destacando entre ellas el que ahora se harán aparecer de forma explícita las lógicas diferencias de valoración entre los títulos de renta variable en tanto que pasivos (valor nominal) y en tanto que activos (valor de mercado), por las razones que se exponen en la metodología que figura en la publicación. En esta metodología, además de recoger las restantes características, limitaciones y logros de esta publicación, también se informa de los trabajos en curso en este campo y de la relación entre las dos publicaciones en que las cuentas financieras se vienen difundiendo: el Apéndice Estadístico al Informe anual y la monografía comentada.

A modo de avance se puede informar que: 1) la integración de España en la Comunidad Económica Europea exigirá adaptaciones del esquema que aquí se presenta, sin que queden excluidas algunas revisiones de la serie; 2) la mecanización, al menos parcial, de la elaboración de estos cuadros, permitirá agilizar las fechas de aparición de las primeras estimaciones; 3) la elaboración de cuentas financieras trimestrales (de flujos y *saldos*) ha dejado de ser algo lejano a nuestro horizonte inmediato; 4) se empieza a estudiar la reconciliación de las cuentas financieras de flujos con las de patrimonio o de *saldos* o de balance, trabajo que se había pospuesto ante otros condiderados prioritarios, y, 5), según se anunciaba en la introducción a las «Cuentas financieras de la economía española 1972-1982. Enero 1984», se pretende que el Apéndice estadístico al Informe anual,

(1) La citada encuesta se ha realizado en 1984 y 1985, y está en fase de preparación la correspondiente a 1986. Sobre su ámbito ya se informaba en la nota aparecida en el *Boletín Económico* de diciembre de 1984, y se han publicado documentos internos que recogen sus resultados de base.

que aparece en primavera, se vaya configurando como la publicación donde se presentan los primeros avances para el período precedente, mientras que las monografías, que aparecen en invierno, recogerán las cifras definitivas y otros detalles adicionales.

Por último, y a modo de recopilación de los puntos desarrollados en éste y en los epígrafes anteriores, se llama la atención sobre cómo los desarrollos futuros de las cuentas financieras y los trabajos realizados y en curso de realización, que se difunden principalmente en el *Boletín Estadístico*, están totalmente relacionados, ya que el principal objetivo de unos y otros sigue siendo el ya definido en la primera versión de esta nota (1), es decir: «...constituir, a partir de los mismos, un sistema integrado de estadísticas del Banco de España que pretende ser completo, homogéneo y con elementos bien definidos, y debe permitir, además, la producción de series estadísticas largas referidas a períodos cortos, que se produzcan y publiquen muy rápidamente».

2.3. Central de Balances

Durante 1985, la Central de Balances del Banco de España ha publicado datos agregados de los ejercicios 1983 y 1984 correspondientes a 3.506 empresas cuyos cuestionarios, hasta el mes de diciembre, superaron las pruebas de coherencia contable, así como los de 2.505 «empresas comunes», relativos a los ejercicios de 1982, 1983 y 1984. Con ellos, se continúa la tarea de consolidar esta publicación que pretende aportar una información útil para el estudio del sector «empresas no financieras» y colmar, así, una importante laguna de la estadística española. Este año, junto a los estudios tradicionales, se han incluido, como novedad destacable, los análisis relativos a los sectores público y privado con exclusión del sector «energía eléctrica» para eliminar la incidencia que dicho sector económico tiene sobre el resto de la economía.

También se ha realizado, en el mes de septiembre, un avance de datos con «empresas comunes» relativo a los años 1982, 1983 y 1984, correspondiente a 205 empresas públicas y 1.427 empresas privadas.

Con posterioridad a las citadas publicaciones, la Central de Balances sigue tratando informáticamente los cuestionarios que recibe hasta que inicie los estudios de los ejercicios 1984 y 1985. Con ello, su base de datos tendrá mayor cobertura que la publicada.

(1) Vid. *Boletín Económico*. Diciembre 1983.

La Central de Balances, en colaboración con los servicios responsables de la elaboración de las «Cuentas financieras de la economía española», seguirá acometiendo los trabajos de recopilación de datos de las empresas pertenecientes a una muestra representativa, con la finalidad de obtener y aportar información relevante para la confección de dichas cuentas.

Además, la Central de Balances continúa con la labor de facilitar información, tanto a las empresas que han colaborado aportando sus datos, como a los diversos agentes económicos (universidades, asociaciones de todo tipo, Administración, etc.). Así, durante 1985, se han elaborado unos 4.000 estudios individuales, a solicitud de empresas colaboradoras y unos 1.600 estudios especiales que tuvieron su origen en peticiones de solicitantes diversos.

3. Agilización de la difusión de las estadísticas generadas

La información de que se dispone empieza a ser suficientemente voluminosa como para dedicar mayores recursos a la agilización de su difusión (1). En la nota del pasado año ya se avanzaban algunos proyectos en este sentido. A lo largo de 1985 estos planes se han ido concretando de la siguiente forma:

- a) Proyecto de distribución en cintas magnéticas del *Boletín Estadístico* («Boletín Electrónico»). Los trabajos de elaboración están concluidos, y se espera disponer en el año que comienza las normas y condiciones de suscripción. En cualquier caso, este Boletín Electrónico, que mantiene actualizadas las series que se publican en el Boletín, se estima tenga una difusión cualitativamente importante, pero restringido, en su número (principalmente, universidades, servicios de estudios, administraciones públicas y empresas que comercializan este tipo de servicios). La experiencia que se adquiera con esta nueva publicación informará de la utilidad de extender este servicio a los Indicadores económicos.
- b) Difusión por pantalla de la información disponible. La voluminosa información que se menciona en la anterior nota a pie de página ha

(1) Piénsese que el Banco de Datos del Servicio de Estudios contiene en la actualidad 87.000 series. Sólo en la Suboficina de Estadística se elaboran unos 1.000 cuadros, de los cuales unos 300 se difunden en el *Boletín Estadístico* y los *Indicadores económicos*. Además, más de 100 de estos cuadros son diarios.

empezado a ponerse a disposición de los usuarios en el interior del Banco de España por medio de pantalla. De esta forma, se puede acceder a unos cuadros que siempre contienen la última información disponible, y ello sin el intermedio de quienes elaboran directamente las estadísticas. Todavía es prematuro el avanzar ningún proyecto de extender este servicio al exterior del Banco (tema en el que, obviamente, hay también implicados problemas técnicos), pero no cabe duda de que este primer paso era obligado antes de pensar en cualquier desarrollo ulterior.

- c) Mecanización-informatización de la edición del *Boletín Estadístico*. En la composición de algunos cuadros del Boletín de diciembre de 1985 han empezado a utilizarse los nuevos medios, ya anunciados en la nota del pasado año, que permitirán, en su día, imprimir el Boletín de forma automatizada. Las ventajas que se esperan de este proyecto son: disminución en los plazos de la publicación, eliminación de revisiones y disminución de errores al reducir las fases de transcripción.

4. Relación con organismos internacionales

La amplia referencia que en la nota del pasado año se hizo a la contribución periódica del Banco de España a las distintas publicaciones y grupos de trabajo de la OCDE, FMI y BPI en materia estadística, excusa el repetir aquí el ámbito de esta aportación, máxime cuando en 1985 no ha habido cambios apreciables. Sin embargo, la integración de España en las Comunidades Europeas ha empezado a tener en 1985 una influencia en nuestro aparato estadístico, que será decisiva a partir de 1986, dado el volumen de sus demandas y la normalización a que éstas obligan. Esto supondrá una carga de trabajo que obligará a reforzar los medios dedicados a la producción estadística. En los primeros contactos mantenidos hasta el momento, EUROSTAT (1) ha solicitado al Banco:

- a) Series temporales de acuerdo con las definiciones nacionales. Estas series se deben proporcionar desde 1970 en base mensual, cubren

todos los campos de la estadística financiera y han de facilitarse de una forma determinada, para ser incluidos en los bancos de datos «ICG» (General Economic Information) y sobre todo BIF 1 (Banking and other financial statistics).

- b) Series temporales de agregados monetarios y balance de las instituciones financieras, normalizados con los que completan los restantes países miembros de las Comunidades Europeas. La solicitud, en este caso, requiere la realización de programas «ad hoc» para construir las citadas series según definiciones normalizadas (designadas con «H» de *harmonized*). De esta forma se podrá disponer, por ejemplo, además de los agregados M.1, M.2 y M.3 (y, en nuestro caso, ALP) de los M.1 H, M.2 H y M.3 H (y ALP.H), y del paso de unos a otros. Estos datos, y los de balances homogéneos, también deberían facilitarse al EUROSTAT en cintas y se dispone de las monografías necesarias para la elaboración de unos y otros.
- c) Cuentas financieras de flujos de fondos elaboradas de acuerdo con el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC). Eurostat solicita las citadas cuentas con un plazo de nueve meses, luego las cuentas relativas a 1985 habrán de enviarse antes del final de septiembre de 1986 y, en nuestro caso, habrá que enviar también la serie histórica 1970-1984, después de revisarla para adaptarla al SEC.
- d) Cuentas financieras de saldos (también llamadas de patrimonio o, simplemente, balances). En reunión celebrada en noviembre último en Luxemburgo, se solicitó a los países miembros, y también a España, el envío, para finales de 1986, de la serie 1980-1985 de estas cuentas. Las limitaciones más importantes que, en nuestro caso, habrán de superarse antes de esa fecha derivan de la reconciliación entre las cuentas de flujos y las de patrimonio.

La lectura de esta relación muestra claramente el reto al que nos enfrentamos, y la medida en que éste se pueda superar mostrará, mejor que ningún otro indicador, cuál es la organización y nivel técnico de la estadística financiera española.

21-XII-1985.

(1) EUROSTAT es una sigla convencional, que no corresponde a ningún idioma en concreto, por la que se denomina a la Oficina Estadística de las Comunidades Europeas (SOEC). La Oficina es una de las direcciones generales de la Comisión de las Comunidades Europeas. Junto con otras direcciones generales, está bajo la responsabilidad de un comisario y tiene su sede en Luxemburgo.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en noviembre 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)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
SIETE GRANDES										
POPULAR ESPAÑOL (28-XI-85).....	9,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=
SANTANDER (11-XI-85).....	9,75	11,75	13,75	15,00	=	14,00	15,00	=	=	=
BANCOS COMERCIALES Y MIXTOS										
ALICANTE (11-XI-85).....	9,50	11,75	13,50	14,75	15,75	13,75	15,00	16,00	19,00	=
(22-XI-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	23,00	=
ASTURIAS (2-XI-85).....	9,25	11,00	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	=	=
BARCLAYS BANK SAE (12-XI-85).....	9,75	11,75	13,75	14,25	15,25	13,25	13,75	15,50	=	=
CANTABRICO (20-XI-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	22,00	=
COMERCIAL TRANSATL. (8-XI-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	=
CREDITO E INVERSIONES (1-XI-85).....	=	11,25	=	14,50	15,00	13,50	15,00	15,25	=	=
EXPORTACION (28-XI-85).....	=	12,00	14,00	15,00	16,00	14,50	16,00	17,00	=	=
EXTERIOR DE ESPAÑA (19-XI-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	22,00	=
GUIPUZCOANO (22-XI-85).....	9,50	11,50	13,25	14,50	15,50	13,50	14,50	15,50	=	=
MERIDIONAL (22-XI-85).....	9,50	11,50	13,50	13,50	15,50	13,50	15,00	15,50	27,00	27,00
PUEYO (14-XI-85).....	10,00	11,00	13,00	15,00	16,00	12,50	12,50	14,00	18,00	18,00
SIMEON (21-XI-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	22,00	=
VALENCIA (25-XI-85).....	=	11,25	13,50	14,50	15,00	13,50	15,00	15,25	20,00	20,00
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS										
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL (8-XI-85).....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
HISPANO INDUSTRIAL (27-XI-85).....	=	=	=	=	=	=	15,00	=	=	=
URQUIJO UNION (19-XI-85).....	9,50	11,75	13,50	14,50	15,50	13,50	15,00	15,50	=	23,00
BANCOS EXTRANJEROS										
ALGEMENE BANK (11-XI-85).....	=	=	=	=	=	=	=	=	28,00	28,00
BANKERS TRUST (14-XI-85).....	=	=	=	=	=	11,88	13,38	=	=	=
BARCLAYS INTERNATIONAL (6-XI-85).....	=	=	=	=	=	11,50	=	=	=	=

(Continuación) 2

Modificaciones en noviembre 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)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
COMERCIAL ITALIANA (4-XI-85)	=	=	=	=	=	12,50	=	=	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (5-XI-85)	=	=	=	=	=	11,00	13,00	=	15,25	15,25
(6-XI-85)	=	=	=	=	=	11,25	=	=	=	=
(8-XI-85)	=	=	=	=	=	11,00	12,50	=	=	=
(18-XI-85)	=	=	=	=	=	10,75	12,25	=	14,75	14,75
CREDIT LYONNAIS (2-XI-85)	10,00	11,00	11,50	13,00	14,50	13,00	14,00	15,00	=	=
EXTERIOR DE LOS ANDES y ESPAÑA (4-XI-85)	10,50	12,00	13,50	=	=	=	=	=	19,00	=
(20-XI-85)	=	=	=	15,00	16,50	14,00	=	16,75	=	=
FIRST INTERSTATE (6-XI-85)	=	=	=	=	=	11,75	=	=	=	=
(11-XI-85)	=	=	=	=	=	=	13,00	=	=	=
(13-XI-85)	=	=	=	=	=	12,25	=	=	=	=
(18-XI-85)	=	=	=	=	=	11,50	=	=	=	=
(28-XI-85)	=	=	=	=	=	12,00	=	=	=	=
FIRST NATIONAL (11-XI-85)	=	=	11,38	12,88	=	11,38	12,88	=	=	=
(19-XI-85)	=	=	10,65	12,50	=	10,65	12,50	=	=	=
(25-XI-85)	=	=	10,75	12,75	=	10,75	12,75	=	=	=
MORGAN GUARANTY TRUST (11-XI-85)	=	=	=	=	=	=	12,25	=	=	=
NACION ARGENTINA (21-XI-85)	10,00	11,50	13,00	14,50	16,00	13,00	15,00	17,50	=	=
NAZIONALE LAVORO (18-XI-85)	9,50	=	12,50	13,75	=	13,50	14,00	=	18,00	18,00
PARIBAS (11-XI-85)	10,00	11,75	13,75	14,25	=	13,50	13,75	15,50	=	=
CAJAS DE AHORRO										
ALICANTE Y MURCIA (22-XI-85)	=	10,50	11,50	13,00	15,50	=	13,50	14,00	=	=
ASTURIAS (1-XI-85)	9,25	11,25	12,75	14,50	15,50	13,75	13,75	13,75	=	=
AVILA MONTE (20-XI-85)	=	=	9,00	13,00	15,00	11,00	12,00	13,00	=	=
BADAJOS (13-XI-85)	9,00	9,50	=	13,50	15,50	=	14,00	15,00	=	=
BILBAO VIZCAINA (5-XI-85)	9,00	=	=	=	13,00	=	=	=	=	=
BURGOS CCO (30-XI-85)	9,50	11,00	12,50	=	16,50	=	=	13,50	18,00	18,00
CADIZ (7-XI-85)	=	=	10,00	12,00	14,00	10,00	12,00	14,00	=	=
CASTELLON (7-XI-85)	=	=	9,00	14,00	15,00	9,50	13,00	15,00	18,00	=
GENERAL CANARIA (2-XI-85)	9,75	11,75	13,75	15,00	16,00	=	14,00	14,00	=	(4,00)
GRANADA MONTE (15-XI-85)	=	=	=	14,25	=	11,50	13,00	14,50	=	=
GRANADA PROVINCIAL (12-XI-85)	=	=	=	12,50	14,00	11,00	12,00	13,00	=	=

(Continuación) 3

Modificaciones en noviembre 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)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
MURCIA (8-XI-85)	9,50	11,00	12,00	13,50	14,50	12,00	13,50	15,00	=	=
ORENSE (26-XI-85)	=	=	=	=	=	12,75	12,75	14,50	=	=
RIOJA (7-XI-85)	=	10,00	11,00	15,50	15,00	12,00	=	14,00	=	22,00
SABADELL (21-XI-85)	=	=	12,00	=	=	=	=	=	=	=
SALAMANCA (1-XI-85)	=	=	8,00	12,00	13,00	10,50	11,00	11,50	=	=
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL (11-XI-85)	=	10,50	11,50	13,50	15,00	=	=	=	=	=
SEVILLA SAN FERNANDO (2-XI-85)	=	=	9,00	13,50	16,00	10,00	11,00	14,00	=	=
SORIA (27-XI-85)	=	=	9,50	14,50	16,00	12,50	13,50	15,50	=	=
TARRASA (1-XI-85)	9,50	11,50	13,50	15,00	16,00	=	=	=	=	=
TORRENTE (8-XI-85)	=	=	9,00	13,00	14,00	12,00	13,00	=	=	=
VALLADOLID POPULAR (20-XI-85)	=	=	=	=	14,00	=	=	=	=	=
VITORIA CIUDAD (19-XI-85)	9,00	11,00	12,50	13,00	13,00	12,00	13,00	=	=	=

(a) Las notas correspondientes a la elaboración y contenido de este cuadro se encuentran en los *Boletines Económicos* de diciembre de 1981 y enero de 1982.

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
29/85, de 5 de noviembre	Entidades de depósito. Supresión de las cuentas de ahorro emigrante.	28 noviembre 1985
30/85, de 26 de noviembre	Entidades delegadas. Envío y recepción de billetes a/de corresponsales bancarios extranjeros.	24 diciembre 1985

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
Corrección de 13-11-85 a la circular 18/83, de 30 de diciembre.	Fe de erratas de la página 5.
Corrección de 31-10-85 a la circular 18/83, de 30 de diciembre.	Anula y sustituye la página 5.

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.

J. J. DOLADO, J. L. MALO DE MOLINA Y A. ZABALZA

EL DESEMPLEO EN EL SECTOR INDUSTRIAL ESPAÑOL: ALGUNOS FACTORES EXPLICATIVOS.—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8508

Este documento es una nueva versión en castellano del Documento de Trabajo 8508: «Spanish Industrial Unemployment: Some Explanatory Factors». Se presentan nuevas estimaciones en las que se incorporan las observaciones recibidas en la «Conference on the Rise of Unemployment» celebrada en Londres en la primavera pasada.

JOSE VIÑALS

¿AUMENTA LA APERTURA FINANCIERA EXTERIOR LAS FLUCTUACIONES DEL TIPO DE CAMBIO?—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8518 (Publicada simultáneamente una edición en inglés con el mismo número).

En este trabajo se examinan los efectos macroeconómicos de las políticas que modifican el grado de apertura exterior de la balanza de pagos por cuenta de capitales. Las principales cuestiones analizadas son: 1) un aumento del grado de apertura financiera exterior, ¿amplía o reduce la intensidad de las fluctuaciones del tipo de cambio?; 2) ¿cómo altera la política de intervención adecuada en el mercado de cambios?; 3) ¿puede la apertura financiera exterior explicar por qué —por término medio— en algunos países los superávits (déficit) de balanza por cuenta corriente vienen acompañados por una apreciación (depreciación) de la moneda, mientras que en otros países los superávits vienen acompañados por una depreciación (apreciación)?

La principal conclusión alcanzada es que, *por sí misma*, la apertura financiera exterior de la economía no produce movimientos de capitales de signo estabilizador o desestabilizador. También se demuestra que, para contestar a las cuestiones planteadas, es necesario conocer los orígenes e intensidades relativas de los *shocks* que inciden en la economía. Específicamente, en el contexto del modelo em-

pleado, una mayor apertura financiera exterior es consistente con: a) mayores fluctuaciones del tipo de cambio, cuando los *shocks* dominantes son *shocks* fiscales y del tipo de interés exterior; b) menores fluctuaciones del tipo de cambio, cuando los *shocks* de oferta y de precios exteriores son dominantes; c) similares fluctuaciones del tipo de cambio, cuando los *shocks* monetarios son dominantes.

También se argumenta que, si bien una economía puede optar por liberalizar su balanza de capitales, no se sigue necesariamente que una política de tipos de cambio fijos (como la practicada dentro del Sistema Monetario Europeo) sea la más adecuada en las nuevas circunstancias. Al igual que en el caso anterior, esto depende de cuáles sean los *shocks* dominantes en la economía. Finalmente, se puede explicar por qué algunos países con superávit de balanza de pagos ven apreciarse sus monedas, mientras que otros países, también con superávit, ven depreciarse las suyas.

JOSE VIÑALS

DEUDA EXTERIOR Y OBJETIVOS DE BALANZA DE PAGOS EN ESPAÑA: UN ANALISIS DE LARGO PLAZO.—DOCUMENTO DE TRABAJO, N.º 8519

El nivel de endeudamiento exterior de la economía viene determinado por la evolución de sus cuentas exteriores en períodos anteriores. A su vez, las cargas financieras que este endeudamiento implica ponen límites fundamentales a la evolución deseable del sector exterior en el futuro. Este trabajo analiza la relación existente entre la deuda exterior neta de la economía y los objetivos de balanza de pagos en un contexto de equilibrio a largo plazo. Tanto el endeudamiento exterior como sus cargas financieras se miden en unidades del bien nacional, que es la unidad de medida verdaderamente relevante para el país que tiene que dedicar parte de sus recursos a financiar el servicio de su deuda exterior. Las conclusiones obtenidas para España, aunque altamente tentativas, son las siguientes:

a) El superávit de la balanza objetivo (1) que hay que mantener por término medio en el futuro para estabilizar la proporción entre el nivel de endeudamiento exterior neto y el PIB a finales del año 1984 varía entre el 0,09 % y el 0,51 % del PIB, según distintos escenarios correspondientes al tipo de interés real internacional y a las posibilidades de crecimiento de nuestra economía.

b) En cualquier caso, para conseguir este resultado, se precisa una trayectoria futura de la balanza objetivo mucho más favorable que la experimentada por término medio durante los últimos diez años (-0,50 % del PIB).

c) El proceso de ajuste macroeconómico seguido por la economía española durante el año 1984 -fruto de la política económica mantenida y de la favorable coyuntura internacional- ha reducido en un 20 %, respecto del año 1983, el saldo positivo que debe mantener en el futuro la balanza objetivo de la economía española para estabilizar su nivel de endeudamiento exterior neto.

d) Los procesos de inflación interna son absolutamente ineficaces a largo plazo para aligerar el problema de transferencia de recursos reales impuestos por el nivel de endeudamiento exterior. La única vía efectiva es la de aumentar las posibilidades de crecimiento sostenible de la economía mediante políticas que agilicen el funcionamiento de los mercados de factores de producción y que incentiven la inversión.

e) La estabilización conjunta de los porcentajes respecto al PIB del nivel de endeudamiento exterior neto y del nivel de endeudamiento público correspondientes a finales del año 1984 requiere una capacidad de financiación del sector privado (2) a largo plazo, comprendida entre el 1,30 % y el 2,36 % del PIB, según los casos.

(1) La balanza objetivo se define como balanza corriente neta de los intereses correspondientes a la deuda externa neta, más entradas netas de capital en concepto de inversiones del exterior.

(2) La capacidad o necesidad de financiación del sector privado se define como ahorro privado, menos inversión privada neta de los intereses correspondientes a la deuda externa neta, más entradas netas de capital en concepto de inversiones del exterior.

JOSE MARIN ARCAS

ALGUNOS INDICES DE PROGRESIVIDAD DE LA IMPOSICION ESTATAL SOBRE LA RENTA EN ESPAÑA Y OTROS PAÍSES DE LA OCDE. - DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8520

En este trabajo se calculan tres índices de progresividad del IRPF en España, para los años 1979 a 1983, y de la imposición estatal sobre la renta en otros diecisiete países de la OCDE, para diversos años comprendidos entre 1975 y 1980. Cada índice es una medida sumaria, que pretende reducir a un solo número una compleja información acerca de la distribución del impuesto recaudado entre las rentas declaradas, por lo que se advierte reiteradamente de la prudencia necesaria en su interpretación, sobre todo cuando se trata de hacer comparaciones entre distintos años y países.

Las principales conclusiones obtenidas son las siguientes:

a) La progresividad del IRPF se debe no tanto al crecimiento de los tipos nominales fijados en la tabla de tarifas del Impuesto, como al efecto de las deducciones de la cuota íntegra. Esto da lugar a que los tipos efectivos de imposición crezcan más rápidamente que los nominales en los escalones más bajos de renta, de tal manera que el coste fiscal para los contribuyentes de una inflación uniforme de sus rentas recae en mayor medida sobre los de menores bases imponibles.

b) La progresividad del IRPF se ha elevado notablemente desde su entrada en vigor, y, en la actualidad, cabe situarla al mismo nivel que la media existente en la imposición sobre la renta de los otros países de la OCDE.

c) No parece aconsejable seguir aumentando la progresividad del IRPF mientras no se consiga reducir a límites razonables el excesivo fraude fiscal que todavía persiste en este Impuesto, ya que ello fomentaría la injusta discriminación entre contribuyentes y defraudadores, entorpeciendo su imprescindible aceptación social.

