

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

enero 1986

## Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- \* Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M<sub>1</sub> Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M<sub>2</sub> M<sub>1</sub> + Depósitos de ahorro.
- M<sub>3</sub> Disponibilidades líquidas = M<sub>2</sub> + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M<sub>3</sub> + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T<sub>1</sub><sup>1</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T<sub>6</sub><sup>1</sup> Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales  $\left[ \left( \frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T<sub>12</sub><sup>1</sup> 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<sub>1</sub><sup>3</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T<sub>3</sub><sup>3</sup> Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T<sub>1</sub><sup>6</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T<sub>1</sub><sup>12</sup> 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<sub>12</sub><sup>12</sup> Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales  $\left[ \frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$ . Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre).

## Advertencias

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

ISSN: 0210 - 3737

Depósito legal: M. 5852 - 1979

Imprenta del Banco de España

## Indice

### Página

4	La economía internacional
8	La economía española en 1985
40	Regulación financiera: cuarto trimestre de 1985
49	Información del Banco de España
50	Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro.
55	Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
56	Publicaciones recientes del Banco de España
59	Indicadores económicos

# La economía internacional

*El crecimiento en el área de los países desarrollados, durante 1985, fue netamente inferior al registrado el año precedente. Esta desaceleración tuvo su origen en Estados Unidos, donde el producto creció un 2,3 % en dicho año, mientras que en Europa se alcanzaron, de nuevo, tasas algo superiores al 2 %. Para 1986 se espera un crecimiento similar al de 1985, pero con una mayor aportación de la demanda interna en las economías europeas. Los condicionantes de los precios mantendrán una tónica favorable al descenso de la inflación, tanto por lo que respecta a la evolución de los costes salariales, como por lo que se refiere a los precios de las materias primas. El comercio mundial, que creció menos de un 3 % en 1985, experimentará una ligera mejoría, aunque sin alcanzar las altas tasas de 1984.*

Durante 1985, la producción en el área de los países industriales creció a una tasa del 2,8 %, bastante inferior al 4,9 % registrado en 1984 (véase cuadro 1). La desaceleración tuvo su origen en el menor crecimiento de la economía americana, mientras que la expansión europea se mantuvo a tasas similares a las de 1984. No obstante, el crecimiento de la demanda interna volvió a ser superior al del producto en Estados Unidos, mientras que en Europa sucedió al contrario, es decir, de nuevo en 1985 la demanda americana fue un factor importante en el crecimiento europeo, y lo mismo puede decirse de Japón. Para 1986, las tasas de crecimiento esperadas son muy parecidas a las estimadas para 1985. Sin embargo, se prevé que este año la demanda interna crezca a un ritmo equivalente al del producto tanto en Europa como en Estados Unidos y en Japón, finalizando así la fase de la recuperación en que la economía americana fue el motor del crecimiento del resto del área desarrollada.

Tras experimentar un crecimiento, en tasa anual, de sólo un 1,1 % en el segundo trimestre de 1985, el PNB de la economía americana registró una cierta reactivación en la segunda mitad del año, creciendo a tasas del 3 % y del 2,4 % en el tercero y en el cuarto trimestres, respectivamente. Durante el verano, el consumo fue el principal factor de crecimiento, mientras que, en los meses de otoño, este componente de la demanda resultó menos dinámico, siendo reemplazado, según primeras estimaciones, por un aumento de las existencias. Si las tasas de crecimiento estimadas para los últimos trimestres se confirman, la economía americana habrá crecido un 2,3 % en el conjunto del año 1985, frente al 6,6 % registrado en 1984. La aportación del sector exterior fue negativa, debido, más que al aumento de las importaciones, como sucedió en 1984, a la caída de las exportaciones en términos reales, y, en consecuencia, el creci-

## Economía internacional: principales macromagnitudes

Tasas de variación y %

	PNB			Demanda interna			Deflactor del PNB			Desempleo (b)		
	1984	1985 e	1986 p	1984	1985 e	1986 p	1984	1985 e	1986 p	1984	1985 e	1986 p
Estados Unidos	6,8	2,5	2,8	8,7	3,5	2,8	3,8	3,8	3,8	7,5	7,3	7,3
Japón	5,8	5,0	3,5	4,0	3,8	4,0	0,6	1,0	0,8	2,7	2,5	2,8
Alemania	2,7	2,3	3,3	1,8	1,3	3,0	1,9	2,3	1,8	8,2	8,3	8,0
Francia (a)	1,6	1,0	2,0	0,5	1,3	2,3	7,1	6,0	4,3	9,9	10,5	10,8
Reino Unido (a)	2,6	3,3	2,3	2,4	2,3	3,0	4,4	5,0	4,8	11,7	11,8	11,5
Italia (a)	2,6	2,3	2,5	3,1	3,0	2,3	10,7	9,0	7,3	10,3	10,3	10,5
Canadá	5,0	4,0	3,0	3,5	4,3	3,0	2,8	3,5	3,5	11,3	10,5	9,8
Otros países de la OCDE	3,1	2,8	2,3	2,2	2,8	2,0	10,2	10,0	9,5	11,4	11,8	11,8
<b>OCDE</b>	<b>4,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>5,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>
PRO-MEMORIA:												
CEE	2,3	2,3	2,5	1,8	1,8	2,5	5,6	5,3	4,3	10,3	10,3	10,3

(a) Los datos de estos países corresponden al PIB y al deflactor del PIB.

(b) En porcentaje sobre la población activa.

e: estimación, p: previsión.

Fuente: OCDE, Economic Outlook, diciembre 1985.

miento de la demanda interna fue superior al del producto. Por el lado de la producción, cabe destacar el avance del sector servicios, frente a un panorama deprimido en el sector manufacturero, donde se aunarón debilidad de la producción y descenso del empleo, aunque este mejoró en los últimos meses del año. La producción industrial se elevó únicamente en 1,4 % entre noviembre de 1984 y noviembre de 1985. Para 1986, se prevé una recuperación del ritmo de crecimiento que podría situarse en torno a un 3 %. Esta tasa sería compatible con una cierta desaceleración de la demanda interior, que experimentaría un crecimiento similar al del producto, y una contribución no negativa del sector exterior. La desaceleración de la demanda interior se basaría tanto en un menor avance del consumo —afectado por los bajos niveles de ahorro ya alcanzados y el elevado endeudamiento de los consumidores— como en un menor dinamismo de la inversión, reflejado en unos menores planes de gasto de las empresas para el presente año y en la débil evolución de los pedidos de bienes de capital. La construcción, sin embargo, podría verse afectada positivamente por el descenso en los tipos hipotecarios. Por lo que a la demanda exterior se refiere, es de esperar que la depreciación de la moneda americana tenga efectos positivos sobre las exportaciones de bienes y servicios. El objetivo oficial de crecimiento del PNB para 1986 (un 4 %) es considerado, en general, excesivamente optimista.

A pesar del menor ritmo de actividad registrado en 1985 con respecto a 1984, el empleo siguió aumentando, y, en el mes de diciembre, la tasa de paro de la economía americana se situó en un 6,9 % de la po-

blación activa civil, frente al 7,2 % registrado en diciembre de 1984. Para 1986, se espera un mantenimiento de la tasa de paro, combinado con una ligera mejora en el empleo. Los precios han registrado tasas de variación bastante elevadas en los últimos meses; así, el índice de precios al consumo se elevó un 0,6 % en noviembre. No obstante, no se considera que dichas elevaciones señalen una aceleración permanente de los precios; en particular, no se atribuyen a los efectos de la depreciación del dólar durante 1985. En términos del deflactor del PIB, la inflación se situó en un 3,5 % en 1985, y para 1986 se prevé un mantenimiento de las alzas de precios a niveles similares.

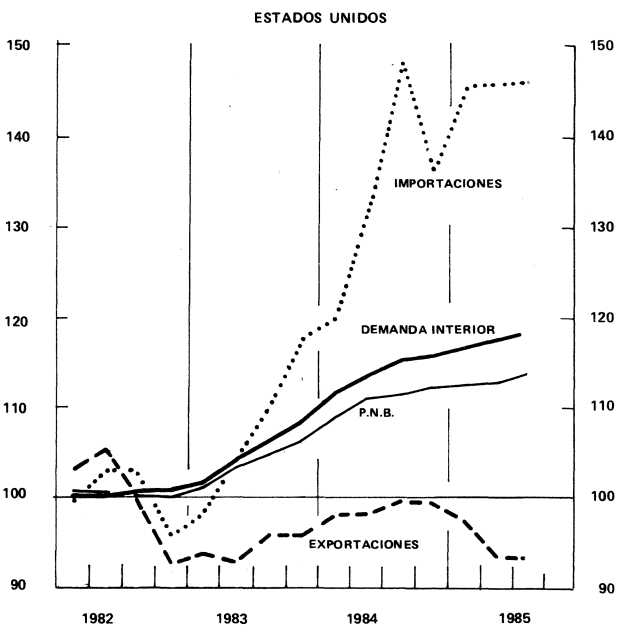
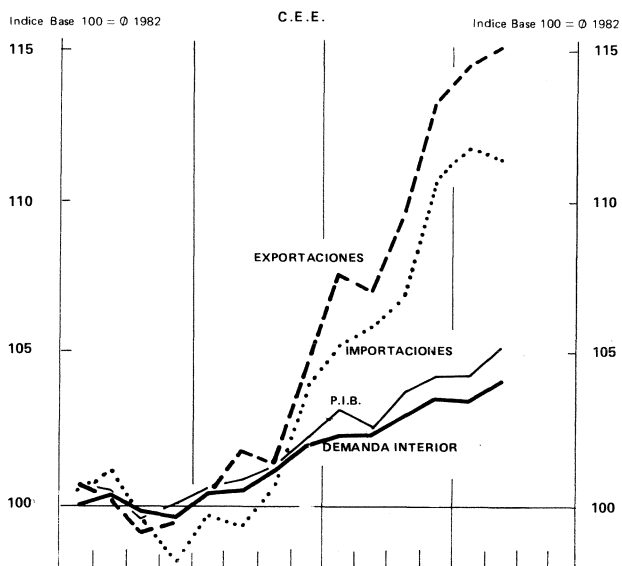
En Europa, durante la segunda mitad de 1985, el nivel de actividad mostró una importante recuperación con respecto a los primeros meses del año, en que se registraron descensos del producto en Francia y Alemania. Dicha recuperación vino marcada por una mejora de la construcción en ambos países, así como del consumo en Alemania. En el Reino Unido, sin embargo, el debilitamiento de la inversión y de las exportaciones produjo una desaceleración en el tercer trimestre. Durante 1985, al igual que en 1984, las exportaciones fueron un componente importante del crecimiento del producto, que se situó, para el conjunto de la CEE, en un 2,3 %, tasa similar a la alcanzada el año precedente. Las previsiones para 1986 sitúan el crecimiento en un 2,5 %. No obstante, dicho crecimiento estará basado en la demanda interna en mayor medida que en 1985, año en que la aportación exterior al crecimiento europeo fue de casi medio punto. El consumo privado será uno de

los elementos de la demanda más dinámicos en 1986, favorecido por la desaceleración de la inflación, por el crecimiento del empleo, y, en algunos casos, por reducciones impositivas. La inversión presentará un crecimiento rápido en algunos países, como Alemania, pero se desacelerará en otros, como el Reino Unido. Las exportaciones crecerán, a la par que los mercados, alrededor de un 4,5 %, tasa inferior a la registrada en 1985, pero su efecto se verá contrarrestado por el avance de las importaciones derivado de la mayor fuerza de la demanda interna.

El crecimiento de las economías europeas en 1985 no permitió generar el empleo suficiente para reducir la tasa de paro. En 1986, se espera un mantenimiento de dicha tasa a los niveles alcanzados el año precedente. Cabe decir que la generación de empleo en 1985 se centró, sobre todo, en el sector servicios, y que muchos de los empleos creados lo fueron a tiempo parcial. En el frente de los precios, se realizaron, sin embargo, nuevos avances favorecidos por la debilidad de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, por la apreciación de las monedas europeas frente al dólar y por la moderación en los acuerdos salariales, con alguna excepción a este respecto, como puede ser el Reino Unido. Este país, no obstante, compartió el proceso de desaceleración de precios con otros países europeos. En el conjunto de la CEE, los precios al consumo se elevaron un 5,1 % entre noviembre de 1984 y noviembre de 1985, frente al 5,4 % registrado entre diciembre de 1983 y diciembre de 1984. Para el año 1985, se ha estimado un alza del 5,2 % en términos del deflactor del consumo privado, frente al 6,2 % alcanzado en 1984, y se prevé una nueva desaceleración en 1986 hasta una tasa del 3,9 %.

En Japón, tras un primer semestre con crecimiento cercano al 5 % en tasa anual, los datos del tercer trimestre de 1985 revelan una clara desaceleración del ritmo de actividad, que se situó en una tasa anual del 2,6 %. Esta desaceleración tuvo su origen en la contracción del mercado americano y en el descenso de exportaciones a China, que llevaron a una caída de las exportaciones totales y a una aportación negativa del sector exterior al crecimiento del PNB. Reflejo de esta situación es el crecimiento de la producción industrial, que fue sólo de un 0,5 % entre noviembre de 1984 y noviembre de 1985. En 1986, se prevé un menor crecimiento del PNB que en 1985 (de un 3,5 % frente a un 5 %), debido tanto a la desaceleración de las exportaciones, que se verán afectadas por la apreciación del yen, como a un menor avance de la inversión. El desempleo, que se ha elevado en los últimos meses, será también mayor en 1986 que en 1985. Por último, los precios se verán favorablemente afectados por la apreciación de la moneda ja-

### PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONOMICOS EN TERMINOS REALES



ponesa y crecerán a un ritmo aún más lento este año; en términos de deflactor del PNB, la inflación pasará de un 1 % en 1985 a un 0,75 % en 1986.

La orientación de las políticas fiscales durante 1985 se siguió caracterizando, como en años anteriores, por el carácter expansivo adoptado en Estados Unidos —cuyo déficit presupuestario, en el año fiscal que terminó en septiembre de 1985, se situó en los

211,9 mil millones de dólares— y por el carácter restrictivo adoptado en el resto de los países industriales. Para 1986, es de señalar el cambio experimentado en Estados Unidos, donde se ha aprobado una ley —la enmienda Gramm-Rudman— que establece recortes automáticos del gasto público, cuando el déficit presupuestado sobrepase determinados límites, a partir del año fiscal que empieza en octubre de 1986. Para el presupuesto ahora vigente, se establece también una serie de recortes que entrarán en vigor en marzo. El objetivo de la ley es alcanzar el equilibrio presupuestario en 1991. Existen opiniones divergentes sobre la efectividad de esta ley, aunque muchos analistas coinciden en que su mayor virtud puede residir en forzar el acuerdo, a efectos presupuestarios, entre las distintas instancias políticas americanas, de forma que se impida la entrada en vigor de los recortes.

La política monetaria llevada a cabo por las autoridades americanas permitió un descenso de los tipos de interés, en el conjunto del año 1985, que fue seguido, en mayor o menor grado, por los tipos de interés de los restantes países industriales. En Japón, no obstante, se ha registrado una subida de los tipos a corto plazo hacia finales del año, cuando las autoridades japonesas decidieron reforzar de esta forma la apreciación del yen frente al dólar que se venía produciendo desde que, en septiembre, los cinco principales países industriales llegaron a un acuerdo sobre intervención en los mercados de cambios que fomentase la depreciación del dólar. La subida de los tipos japoneses ha sido, hasta el momento, la única medida de política económica que ha venido a reforzar dicha intervención. Los efectos positivos de la depreciación del dólar sobre el volumen de comercio de Estados Unidos no se reflejarán en la balanza comercial hasta bien entrado 1986; en dicho año, aún se registrará una sustancial ampliación del déficit comercial americano, que podría superar los 140 mil millones de dólares. Japón y Alemania verían aumentar sus superávits comerciales hasta 65 m.m. y 40 m.m. de dólares, respectivamente.

Por lo que a los países en desarrollo respecta, como ya se señaló en el Boletín del pasado mes de octubre, su crecimiento en 1985 se ha estimado inferior al de 1984, tanto para los países exportadores de petróleo, que sufrieron una desaceleración del 2,2 % al 1,0 %, como para los no exportadores de petróleo, cuyo producto pasó de crecer un 5,6 % en 1984 a un 4,8 % en 1985, viéndose especialmente afectados por la desaceleración los países exportadores de productos primarios. Este menor crecimiento ha venido motivado, en parte, por una reducción en la tasa de variación de las exportaciones de los países en desarrollo. En 1986, el contexto internacional seguirá

siendo adverso para estos países puesto que el crecimiento en el área desarrollada se prevé inferior al 3 %, y no es probable que el comercio internacional supere el 4 %; por otro lado, tampoco es previsible una recuperación sustancial de los precios internacionales de las materias primas, y el consumo de petróleo en la zona de la OCDE podría volver a disminuir en 1986. Las últimas previsiones de que se dispone señalan, no obstante, una cierta recuperación de la tasa de crecimiento en los países exportadores de petróleo y de materias primas (hasta un 3,0 % y 3,4 %, respectivamente) y una moderada desaceleración en la de los exportadores de manufacturas (del 7,4 % registrado en 1985 a un 6,1 % para 1986).

Durante 1985, el comercio mundial, que creció a una tasa del 8,5 % en 1984, se desaceleró fuertemente, situándose su ritmo de crecimiento por debajo del 3 %, según las últimas estimaciones del GATT. El comercio de productos manufacturados creció a una tasa superior al 5 %, pero el de petróleo se redujo en más de tres puntos. Para 1986, se prevé una ligera recuperación del comercio total, que avanzaría en torno a un 3,5 %, con una recuperación del comercio de petróleo, hasta un 2 %, y una ligera desaceleración del comercio de manufacturas, que crecería algo más del 4 %.

22-I-1986.

# La economía española en 1985

## Resumen

La actividad de la economía española en la segunda mitad del año 1985 fue mayor que lo previsto en el *Boletín Económico* del pasado mes de octubre, por lo que se ha revisado al alza la tasa de crecimiento medio anual real del PIB desde el 1,5 % hasta el 1,7 %. Esta tasa es algo inferior a la registrada en el año 1984, pero con la diferencia importante de que se ha basado en la recuperación de la demanda nacional, y no en la aportación del saldo neto exterior, que fue negativa.

Aunque este crecimiento medio anual estimado para el PIB en 1985 es modesto, incluso después de haber sido revisado al alza, implica un cambio significativo en la evolución del nivel de actividad a lo largo del año. En el primer semestre de 1985, se produjo, prácticamente, un estancamiento en la tasa de crecimiento del producto, en relación con la segunda mitad del año 1984, mientras que, en el segundo semestre, el incremento anual del PIB se situó en una tasa próxima al 4 %, en relación con el período precedente. No obstante, este comportamiento tan expansivo de los últimos meses de 1985 no puede extrapolarse al año actual, porque encierra desplazamientos de demanda derivados de las incertidumbres provocadas ante la integración en la Comunidad Económica Europea, y porque la propia integración puede implicar, en un primer momento, costes en términos de crecimiento.

### 1. Evolución de los principales agregados macroeconómicos

	Tasas de variación	
	1984	1985
1. Consumo privado nacional	-0,8	1,0
2. Consumo público	3,0	3,0
3. Formación bruta de capital	-3,2	5,0
Capital fijo	-3,0	4,4
Construcción	-4,0	0,5
Bienes de equipo	-1,0	12,0
Variación de existencias (a)	(-0,1)	(0,1)
4. Demanda nacional (1 a 3)	-0,8	2,0
5. Exportación de bienes y servicios	15,4	1,5
6. Importación de bienes y servicios	1,0	3,0
7. Saldo neto exterior (5-6) (a)	(2,9)	(-0,3)
8. PIB a precios de mercado	2,2	1,7
9. Sector primario	10,0	1,5
10. Sectores no agrarios	1,7	1,7
Industria	2,0	1,9
Construcción	-3,5	0,0
Servicios	2,1	1,9
11. PIB a coste de los factores (9 y 10)	2,2	1,7

(a) Aportación al crecimiento real del PIB.  
Fuente: BE.



El consumo privado se vio favorecido en la segunda parte de 1985 por la mejora relativa en la evolución del empleo y por la desaceleración en la tasa de inflación, mientras que la inversión, especialmente el componente de bienes de equipo, recogió, a lo largo de todo el año, los efectos derivados de la recuperación de los excedentes empresariales, del descenso en los tipos de interés y de la mejora del clima económico general, que favorece el proceso de reposición de los bienes de equipo instalados.

El crecimiento de la demanda nacional incidió sobre la importación, que se recuperó apreciablemente en su componente no energético, mientras que la exportación se vio afectada por la evolución relativamente menos favorable de nuestros mercados exteriores, aunque se recuperó con continuidad a lo largo del año. La aportación real negativa del sector exterior no planteó problemas de balanza de pagos por cuenta corriente, ya que se benefició de la mejora producida en nuestra relación real de intercambio con el resto del mundo, debido al fuerte descenso del precio de la energía. Este hecho es es-

pecialmente significativo si se tiene en cuenta que se logró con un comportamiento muy moderado en los precios de exportación, que mantuvieron la competitividad en los mercados exteriores.

Las condiciones anteriores son favorables en cuanto a la integración de la economía española en la Comunidad Económica Europea, siendo las incertidumbres que surgen en el frente de los precios —derivadas del rebrote inflacionista de finales de año, de la implantación del IVA y del aumento de los salarios— el elemento más inseguro para el año 1986, no sólo por su impacto inmediato, sino también por las expectativas que genera.

La integración en un área económica más libre, flexible y estable obliga a la política económica de los próximos años a intensificar la lucha en estos campos y vuelve a colocar como elemento básico de las posibilidades de crecimiento el control de la tasa de inflación. La estabilidad de precios es fundamental para mantener la recuperación de la demanda nacional, e imprescindible para la competitividad in-

## 2. Balanza por cuenta corriente 1985

	MILES DE MILLONES DE PESETAS						Tasas de variación	
	1984 (a)			1985 (b)			Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo		
<b>Balanza comercial</b>	<b>3.691,1</b>	<b>4.332,0</b>	<b>-640,0</b>	<b>3.990,0</b>	<b>4.615,0</b>	<b>-625,0</b>	<b>8,1</b>	<b>6,5</b>
<b>Balanza de servicios</b>	<b>2.271,0</b>	<b>1.425,7</b>	<b>845,3</b>	...	...	<b>1.000,0</b>	...	...
Turismo	1.247,8	135,0	1.112,8	1.370,0	170,0	1.200,0	9,8	25,9
Rentas de inversión	219,8	604,9	-385,1	...	...	-315,0	...	...
Otros servicios	803,4	685,8	117,6	885,0	770,0	115,0	10,2	12,3
<b>Balanza de transferencias</b>	<b>258,8</b>	<b>70,8</b>	<b>175,0</b>	<b>275,0</b>	<b>115,0</b>	<b>160,0</b>	<b>11,9</b>	<b>62,4</b>
<b>Balanza corriente</b>	<b>6.207,9</b>	<b>5.828,5</b>	<b>379,4</b>	...	...	<b>535,0</b>	...	...
PRO MEMORIA:								
% sobre el PIB			1,5			1,9		
	MILLONES DE DOLARES						Tasas de variación	
	1984 (a)			1985 (b)			Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo		
<b>Balanza comercial</b>	<b>23.023</b>	<b>27.063</b>	<b>-4.040</b>	<b>23.500</b>	<b>27.400</b>	<b>-3.900</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>
<b>Balanza de servicios</b>	<b>14.070</b>	<b>8.844</b>	<b>5.226</b>	...	...	<b>5.900</b>	...	...
Turismo	7.717	835	6.882	8.100	1.000	7.100	5,0	19,8
Rentas de inversión	1.359	3.739	-2.380	...	...	-1.800	...	...
Otros servicios	4.994	4.270	724	5.150	4.550	600	3,1	6,6
<b>Balanza de transferencias</b>	<b>1.531</b>	<b>413</b>	<b>1.118</b>	<b>1.620</b>	<b>670</b>	<b>950</b>	<b>5,8</b>	<b>62,2</b>
<b>Balanza corriente</b>	<b>38.624</b>	<b>36.320</b>	<b>2.304</b>	...	...	<b>2.950</b>	...	...

(a) Cifras provisionales.

(b) Estimación.

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda y Banco de España.

terna y externa de nuestra economía. Los productos españoles tendrán que seguir compitiendo en condiciones cada vez más duras en los mercados internacionales, y también tendrán que hacer frente en el interior, cada año con menor protección, a la competitividad de los productos extranjeros.

En 1986, la economía española registrará, en principio, una tasa de crecimiento algo superior a la del año 1985, aunque, si se consolidasen los descensos de precios del crudo de petróleo registrados en los últimos días en los mercados internacionales, debería revisarse al alza el crecimiento estimado, a la vez que se producirían efectos favorables sobre las expectativas de inflación. No se plantearán problemas de balanza por cuenta corriente, debido a que la mejora esperada en la relación real de intercambio será muy superior a la alcanzada en 1985.

Las condiciones de precios y disponibilidad de recursos existentes en los mercados financieros durante el año 1985 muestran una notable continuidad con los observados en el año 1984.

Los trasvases de financiación desde el sector privado hacia el sector público y el exterior, que ya se habían manifestado en el período anterior, se han incrementado notablemente en el último año. No obstante, estas masivas transferencias de fondos se han llevado a cabo en un clima de mayor distensión, al que han cooperado tanto una política monetaria holgada, que ha acomodado el crecimiento de las necesidades netas de financiación de las administraciones públicas, como la mejora en la relación real de intercambio, que ha favorecido una mejora sustancial en la posición financiera neta de la economía española frente al exterior.

La política monetaria practicada por las autoridades en el año 1985, al tiempo que mantenía unas condiciones de moderada disciplina en los mercados internos, alcanzando los objetivos trazados de crecimiento de los activos líquidos del público, dio muestras de una notable flexibilidad, lo que permitió afrontar un período caracterizado por intensas perturbaciones que afectaron tanto a los mercados financieros interiores como a los mercados cambiarios de la peseta.

Las variaciones en la fiscalidad de los activos financieros, las modificaciones previstas en la imposición indirecta, las alteraciones originadas por la promulgación del real decreto 1167/1985, de 11 de septiembre, y la firma de los acuerdos de adhesión a las comunidades europeas incidieron sustancialmente sobre los mercados internos, perturbando la estabilidad de la relación que asocia la demanda de dinero

con la renta y el producto interior de la economía. Y así pudo observarse una primera parte del año 1985 en que los agregados monetarios crecieron a tasas anuales del 17 % y una segunda mitad en que su ritmo de avance no llegó al 9 %, y, pese a esta disparidad, los tipos de interés negociados en los mercados monetarios mostraron un descenso persistente a lo largo del año, si se exceptúa el episodio alcista experimentado en la primavera. Las autoridades se adaptaron a estas modificaciones, alterando las sendas de referencia que guían la oferta de activos de caja, de manera que los mercados monetarios mantuvieran un trazado regular. Debido igualmente a dichas variaciones en la fiscalidad, se registraron alteraciones muy bruscas en la composición de los activos líquidos del público y en las colocaciones de su riqueza en los distintos instrumentos financieros, con intensos crecimientos de los pagarés del Tesoro adquiridos por el sector privado y caídas en los depósitos bancarios. La política monetaria se acomodó a estos cambios y evitó que los mercados internos experimentasen grados de tensiones innecesarias.

Durante el año 1985, los mercados cambiarios internacionales evidenciaron bruscas oscilaciones, ocasionadas por la fortaleza del dólar estadounidense y por su caída en el transcurso del último trimestre del año. El Banco de España procuró que el tipo de cambio real de la peseta frente al conjunto de los países desarrollados mantuviese una notable estabilidad, poniendo fin a las apreciaciones observadas a lo largo del año anterior. Ello significó una apreciación real de nuestra divisa frente a las monedas de la Comunidad en el primer trimestre del año y una posterior depreciación frente al mismo agregado. A partir de estas oscilaciones, el valor real de la peseta frente a las monedas cotizadas en el mercado de Madrid se depreció un 1,7 % a lo largo de 1985.

## 1. Demanda y actividad productiva

### 1.1. Demanda exterior

La aportación de la demanda exterior al crecimiento del PIB real en el año 1984 fue excepcionalmente elevada: de casi tres puntos porcentuales. La estimación actual para el año 1985 es de una contribución negativa de 0,3 puntos porcentuales, que supone un ligero empeoramiento en relación con la previsión realizada en el *Boletín Económico* correspondiente al pasado mes de octubre. La revisión al alza en la tasa de variación real esperada para la importación energética y la menor aportación real de los ingresos por turismo son las causas principales de esta corrección.

El cambio tan brusco en el comportamiento de la demanda exterior entre 1984 y 1985 no se ha traducido en una variación en la evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente, que, de acuerdo con la previsión actual, en 1985 ha consolidado, e incluso mejorado, el importante excedente logrado el año anterior. La reducción en el déficit por rentas de inversión y la mejora, por segundo año consecutivo, en la relación real de intercambio de la economía española son las causas principales de este resultado.

Las exportaciones de mercancías mostraron, desde los primeros meses del año, síntomas de recuperación, en relación con los valores alcanzados al finalizar 1984. Ciertos factores extraordinarios que incidieron en determinados grupos de productos —heladas y restricciones comerciales a la exportación— moderaron la magnitud inicial del crecimiento. A medida que transcurría el año, la recuperación de la demanda nacional de los países europeos —en especial, de nuestros mejores clientes, Alemania y Francia—, junto con los efectos derivados de la depreciación del tipo de cambio de la peseta frente a las monedas de los países de la CEE, hizo que el ritmo de avance de la exportación a esta área económica cobrara y mantuviera una mayor intensidad.

Las exportaciones a Estados Unidos iniciaron el año muy desfavorablemente. Después, al no llevarse a cabo las restricciones comerciales que amenazaron a nuestras ventas de bienes de consumo no duradero y al producirse un importante incremento en la exportación de productos derivados del petróleo, volvieron a registrarse tasas de variación positivas muy elevadas, que se mantuvieron durante toda la segunda parte del año. Este perfil a lo largo del año se registró también en la exportación al resto de países industrializados.

Las exportaciones de mercancías a los países en vías de desarrollo registraron tasas de variación real negativas en 1985. La fuerte restricción de las importaciones a que se han visto obligados estos países y los efectos derivados de la apreciación de la peseta frente al dólar en la segunda mitad del año han sido dos factores de gran importancia, que explican una evolución tan negativa.

La moderación de los precios en el comercio mundial y la desaceleración de la inflación de la economía española han determinado una tasa de variación muy reducida en nuestros precios de exportación de mercancías en 1985, estimada por el Banco de España en torno al 7%. Sin conocer el dato correspondiente al mes de diciembre, puede afirmarse que la tasa de variación real de la exportación será modesta, pero positiva: en torno al 1,5%. Este resultado

puede considerarse normal —dada la desaceleración de nuestros mercados de exportación en relación con el año precedente, y vistas las cotas excepcionalmente elevadas que se habían registrado en 1984—, e incluso positivo, si se tiene en cuenta que supone una recuperación muy importante de la exportación a lo largo del año.

Los ingresos por turismo en términos reales tuvieron en 1985 un perfil similar al de la exportación de mercancías, y registraron en promedio un crecimiento reducido, entre el 1,5 y el 2%, tasa equivalente a la estimada para el conjunto de las exportaciones de bienes y servicios.

El factor más significativo de la importación de mercancías en 1985 fue la importante desaceleración registrada en su deflactor: un crecimiento estimado en torno al 4,5% en pesetas, frente a un aumento próximo al 10% en el año precedente. La caída del precio del petróleo en dólares y la apreciación de la peseta frente al dólar en la segunda parte del año determinaron una fuerte desaceleración en el precio en pesetas de las importaciones de productos energéticos, que para el promedio del año registrarán un aumento de sólo un 1%, aproximadamente. El resto de las materias primas y las manufacturas también redujeron sus precios en relación con el año anterior, habiéndose estimado para el conjunto un incremento en pesetas de un 5,5 a un 6%.

La recuperación de la demanda nacional a lo largo de 1985 —junto al efecto derivado de la evolución de los precios relativos— supuso un estímulo para la importación de productos no energéticos, que fueron acelerando su crecimiento a medida que transcurría el año, especialmente en los componentes de bienes de equipo, productos intermedios y algunos bienes de consumo. Los últimos datos disponibles muestran una reducción importante en las compras de productos agrícolas y alimenticios —relacionada, posiblemente, con la proximidad de la integración en la CEE—, que condiciona la cifra global de la importación no energética en el cuarto trimestre del año. No obstante, la firmeza que mantienen las compras de bienes de equipo avala su continuidad.

Para el promedio del año, se ha estimado una tasa de crecimiento real de la importación de productos no energéticos cercana al 5%, elevándose a un 9%, aproximadamente, para el grupo de bienes de equipo.

Las importaciones de productos energéticos se caracterizan por su evolución errática, fluctuando enormemente a lo largo del año. Así, en los primeros meses de 1985, registraron tasas de variación elevadas,

encuadradas dentro del proceso de recuperación de existencias que afectó a la economía en su conjunto; después mostraron síntomas de clara desaceleración, para volver a alcanzar, en los meses finales del año, crecimientos elevados, relacionados, sin duda, con el fuerte abaratamiento de sus precios en pesetas. El resultado final para el promedio del año, a la espera del dato correspondiente al mes de diciembre, se estima en una tasa de variación real nula o ligeramente negativa (1).

El comportamiento descrito en los párrafos anteriores sobre los distintos componentes de la demanda exterior en 1985 determinó una aportación negativa, en su conjunto, en la primera parte del año, respecto a la segunda mitad de 1984, para pasar después a tener efectos positivos sobre el nivel de actividad.

Como se indicó al principio de este apartado, la balanza de pagos por cuenta corriente mejorará previsiblemente su saldo positivo en el año 1985, en relación con el alcanzado en el año precedente. A este resultado ha contribuido fundamentalmente la mejora en la relación real de intercambio de la economía española, iniciada en 1984 y continuada, con mayor intensidad, en el año pasado, que ha compensado el crecimiento real de la importación, mayor que el de la exportación. Este hecho ha sido particularmente favorable, debido a que dicha mejora se ha producido en un contexto de desaceleración de nuestra tasa de inflación, que ha permitido mantener precios de exportación competitivos con nuestros principales competidores en los mercados mundiales. El factor básico ha sido, por tanto, la caída en el precio de la energía, mediante la cual los países industrializados están recuperando parte de la renta real perdida en años anteriores.

El segundo elemento que explica la mejora en la balanza por cuenta corriente ha sido la reducción del saldo negativo correspondiente al epígrafe de rentas de inversión. La caída en los tipos de interés y el descenso del endeudamiento exterior de la econo-

---

(1) Esta estimación y el análisis realizado sobre su evolución a lo largo del año se refieren a las cifras facilitadas por la Dirección General de Aduanas, que son las relevantes para su integración en el cuadro macroeconómico general. En términos de balanza de pagos, los datos deben corregirse de forma que recojan los productos energéticos que, habiendo traspasado la frontera, hayan pasado también a ser propiedad de residentes; es decir, la importación energética debe minorarse en el valor correspondiente a las compras de crudos de petróleo para maquilas e incrementarse en la compra de productos derivados procedentes de esas maquilas realizadas por las propias refinerías españolas —y la exportación, por supuesto, reducirse en el valor de los productos derivados procedentes de maquilas que se hayan exportado—. Una vez realizados todos estos ajustes, la tasa de variación real de la importación energética en términos de balanza de pagos es ligeramente inferior a la mencionada.

mía española han sido los dos factores claves de esta evolución.

El sector exterior de la economía española empieza, pues, el año 1986 en unas condiciones favorables, que le permitirán mantener un holgado excedente por cuenta corriente. La depreciación del dólar en 1985 y la estabilidad —o previsible reducción, en el caso del petróleo— del precio de las materias primas en los mercados internacionales aseguran una nueva mejora de nuestra relación real de intercambio. De ser esto así, aun contando con que la tasa de crecimiento real de la importación supere a la de la exportación —de lo que se derivaría una nueva aportación negativa de la demanda exterior al crecimiento del PIB—, la balanza comercial registraría un déficit similar al estimado para 1985.

La importación de productos no energéticos se incrementará fuertemente en el año actual, debido al esperado mantenimiento de la recuperación de la demanda nacional y al efecto derivado de la integración de la economía española en la CEE, por lo que, aun suponiendo una tasa de variación muy moderada en la importación energética, el crecimiento de las importaciones totales será elevado. Se estima que la exportación, por su parte, registrará tasas de crecimiento más moderadas, ya que, si bien la recuperación alcanzada a lo largo de 1985 supone un punto de partida favorable para el promedio resultante en el año actual, se verá afectada, a lo largo de éste, por la desaceleración prevista en nuestros mercados de exportación —en donde sólo los países industrializados ejercerán un efecto expansivo, en especial, para nosotros, Europa—; también hay que tener en cuenta las incertidumbres que, en un primer momento, pueden derivarse de los cambios que la entrada en la CEE implica en algunos aspectos relativos a su financiación, así como, por último, por la propia recuperación de la demanda nacional. En cualquier caso, como ya se ha indicado, la fuerte desaceleración en los precios de importación —para la que es fundamental el mantenimiento del tipo de cambio de la peseta— permitirá una favorable evolución de la relación real de intercambio, que compensa el diferencial entre importación y exportación real, debiendo entenderse éste como el precio que en términos de crecimiento deberá pagar la economía española, en un primer momento, por su integración en la CEE.

## 1.2. Demanda nacional

El rasgo más significativo que presentó la demanda nacional agregada en el pasado año es que, frente a la evolución negativa que experimentó en

1984, en el conjunto de 1985 ha crecido a una tasa real que se estima en torno al 2%. De este modo, en el transcurso del año recién terminado, el destino de la actividad productiva de nuestra economía ha experimentado importantes y positivas transformaciones con respecto al año precedente: en 1984, fue la demanda exterior la que impulsó la actividad, siendo el consumo público el único componente de la demanda nacional que registró un crecimiento en términos reales. En 1985, por el contrario, frente a una demanda exterior neta que, como se ha descrito en el epígrafe anterior, se espera que será ligeramente contractiva en su conjunto, han sido los distintos componentes de la demanda nacional los que han sostenido la actividad de la economía.

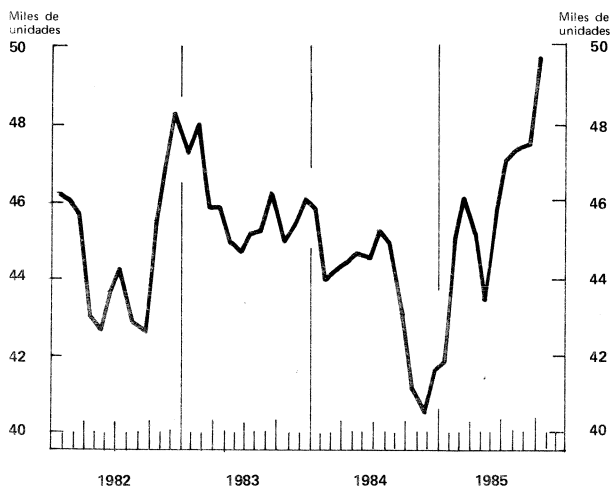
La estimación que cabe realizar actualmente sobre la evolución del total de la demanda nacional, así como de sus diferentes líneas, introduce una revisión al alza de las cifras avanzadas en el anterior informe, publicadas en el *Boletín Económico* de octubre último. A falta de conocer los datos de algunos indicadores correspondientes a los meses finales del año, parece razonable cifrar la tasa de crecimiento de este agregado en torno al 2% ya mencionado, en lugar del 1,6% estimado en octubre, y, como se detallará a continuación, la revisión al alza alcanza a todos sus componentes.

La causa de esta modificación reside en que la recuperación que estaban registrando los diferentes integrantes de la demanda nacional a medida que avanzaba el año, en los últimos meses transcurridos ha resultado superior a la prevista, tanto en lo que respecta al consumo de las familias, como, muy especialmente, en lo que se refiere a la formación bruta de capital. La evolución reciente de estas magnitudes induce a pensar que el conjunto de la demanda nacional ha iniciado 1986 con un pulso firme, lo que aporta un contexto favorable en el que situar las numerosas incertidumbres que rodean la evolución a muy corto plazo de nuestra economía, que tiene que afrontar las profundas modificaciones derivadas de su plena integración en la Comunidad Económica Europea.

Considerando más detalladamente el comportamiento de los principales componentes, cabe señalar que el *consumo privado* siguió dando muestras de un mayor sostenimiento a medida que avanzaba el año 1985, favorecido por la evolución menos negativa del empleo y por la contención de los precios al consumo, que, pese al nuevo tirón registrado en noviembre, contribuyeron al sostenimiento de la renta real disponible de las familias. Esta se ha visto nuevamente favorecida en 1985 por la actividad redistributiva en las administraciones públicas, a través de

## 1. Matriculación de automóviles (\*)

(Medias móviles de tres términos)



Fuente: Dirección General de Tráfico.

las prestaciones y cotizaciones sociales. El crecimiento de ambas magnitudes supera ligeramente el que registró en 1984, pero las prestaciones exceden a las cotizaciones en valor absoluto y en tasas de crecimiento. Al aumento estimado de las primeras ha contribuido el fuerte incremento de los gastos relacionados con la protección a los parados y la evolución de las pensiones, ya que el resto de las prestaciones económicas de la Seguridad Social se ha reducido. Los impuestos directos sobre las familias, pese a la reducción introducida en la retención a cuenta del impuesto sobre los rendimientos de las personas físicas, experimentarán un crecimiento superior al de la renta disponible, como consecuencia de los logros en la lucha contra el fraude fiscal. Por esta causa, el efecto global de los impuestos se traducirá en una reducción del impacto favorable señalado anteriormente; no obstante, es positivo el efecto neto para el consumo de la redistribución interna operada por la intervención del sector público en la renta de las familias.

Un reflejo de la evolución del consumo a lo largo del año lo constituyen las matriculaciones de automóviles. Con la excepción de una caída a mediados del año, que siguió a un fuerte tirón registrado en los meses inmediatamente anteriores ante el anuncio de futuras alzas de los precios, la tendencia hasta noviembre, último dato disponible, es claramente creciente, alcanzando una tasa acumulada en los once primeros meses del año, sobre el mismo período del año anterior, de 6,7%, cifra que no se observaba desde 1977.

Por otra parte, las importaciones de bienes de consumo duradero, excluidos los automóviles, que comenzaron el año muy deprimidas, se recuperaron progresivamente, para alcanzar tasas intertrimestrales fuertemente positivas, en términos reales y desestacionalizados, desde el tercer trimestre de 1985.

Pese a la recuperación de la segunda mitad del año, se estima que la tasa de crecimiento real del consumo total anual debió de ser del 1 % solamente, ya que el primer semestre registró una evolución menos positiva, con un estancamiento en consonancia con la atonía del año anterior.

Todo apunta a que el nivel de consumo privado se ha situado en cotas relativamente altas al entrar en 1986. Por otra parte, la evolución previsible de las rentas nominales de las familias es más positiva que en el año recién terminado, por lo que las expectativas sobre el mantenimiento del consumo privado en términos reales a lo largo de 1986 están condicionadas, en gran medida, por el comportamiento de los precios. Si la tasa de inflación del conjunto del año se mantiene dentro de un dígito, es muy probable que se registre un crecimiento del consumo de un orden de magnitud similar al del año anterior, o algo superior.

Los hechos más positivos que presenta la demanda nacional en 1985 son, sin duda, el crecimiento experimentado por la *formación bruta de capital*, especialmente por la inversión en bienes de equipo, y las buenas expectativas existentes para el presente ejercicio, tanto sobre esta variable como sobre el otro componente importante de este capítulo, la inversión en construcción. El crecimiento estimado del conjunto de ambos agregados conduce a una tasa de variación real para el total de la inversión en capital fijo entre el 4 % y el 4,5 % en 1985, cifra que, junto al ligero incremento experimentado por las existencias en el conjunto del año —pese a la desacumulación registrada a partir del segundo trimestre—, lleva a una tasa global de crecimiento de la formación bruta de capital, del orden del 5 % en términos reales.

La inversión en *bienes de equipo* ha conocido las tasas de variación más elevadas (en torno al 12 % en términos reales) en el conjunto de 1985, con un comportamiento positivo, mantenido a lo largo de todo el año, y superando las previsiones realizadas con ocasión del informe anterior. Tras esta elevada tasa, se encuentra el hecho, ya avanzado en ocasiones anteriores en estas mismas páginas, de que el inicio de una recuperación de esta variable se traduciría en tasas de crecimiento elevadas, dado el bajo nivel al

que ha llegado a situarse, tras una serie de años negativos que la han reducido a poco más del 6 % del total del PIB. Con todo, cualquiera que sea el orden de magnitud real que represente su elevada tasa de variación, no cabe duda de que la recuperación sostenida de esta variable sería la mayor garantía del comienzo de una reactivación económica, y la única base sólida para hacer posible la necesaria creación de nuevos puestos de trabajo.

La recuperación de los excedentes empresariales desde 1982 y, muy especialmente, en 1984 y 1985, junto al incremento experimentado por los beneficios en este último año, está permitiendo la renovación del equipo instalado, que se hallaba muy estancada. Esta se ha visto favorecida, además, por el apoyo fiscal ofrecido en las medidas de liberalización de las amortizaciones introducidas en el pasado año.

La información cuantitativa disponible recoge la recuperación de la inversión, tanto en los datos de fabricación interior como de importaciones. La producción de maquinaria y otros bienes de equipo, incluida en el índice de producción industrial, sigue siendo su componente más dinámico, y, con datos hasta septiembre, presenta un crecimiento acumulado en el año, sobre los mismos nueve meses del año anterior, del 9,1 %, si bien su evolución a lo largo del año en curso es excesivamente irregular, con reiteradas fluctuaciones bruscas de difícil interpretación. Informaciones procedentes del sector de fabricantes de bienes de equipo confirman el crecimiento en términos reales experimentado este año, destacando las inversiones orientadas al ahorro energético y las realizadas en sectores como la química, la petroquímica y las relacionadas con la reconversión de la siderurgia integral. Al mismo tiempo, señalan la existencia de elevados niveles de contratación, lo que permite mantener unas expectativas positivas ante el inicio del año actual.

Las importaciones de bienes de equipo, con datos hasta noviembre, presentan un crecimiento acumulado sobre el año anterior entre el 8 % y el 9 % en términos reales, con una tendencia creciente a lo largo de 1985. Por otra parte, las matriculaciones de vehículos industriales de carga, en esos mismos once meses, han aumentado a una tasa superior al 18 %. La encuesta sobre recursos ajenos, costes financieros e inversiones, de la CEOE, correspondiente al tercer trimestre de 1985, señala también un fortísimo incremento de las inversiones con respecto al primer trimestre del año, refiriendo la información exclusivamente a empresas en funcionamiento, ya que no incluye las de nueva creación.

La inversión en *construcción* ha mantenido la tónica señalada en el informe anterior. El ritmo de actividad experimentó un cambio de tendencia a partir del segundo trimestre, que se fue consolidando y acentuando durante el resto del año. No obstante, la fuerte tendencia negativa del año anterior, unida a la debilidad de la inversión en los primeros meses de 1985, ya señalada, hacen que en términos de medias anuales el crecimiento agregado registre sólo una tasa positiva muy débil, que se cifra en 0,5 %.

La evolución general de los distintos indicadores de construcción, que se comenta más detalladamente para los diferentes subsectores en el epígrafe siguiente, desde la óptica de la producción, lleva a prever que la evolución favorable mostrada por el sector en el segundo semestre del último año se prolongará en los primeros meses de 1986, moderándose e incluso invirtiéndose esta tendencia creciente en la segunda parte del año, dado que las expectativas existentes sobre la evolución de la licitación pública y la iniciación pública de viviendas apuntan a una importante caída en el primer caso y a una sensible moderación del ritmo de crecimiento en el segundo. A pesar de ello, el perfil que ha registrado la inversión a lo largo de 1985 hará que, en términos interanuales, en 1986 se registre una tasa claramente positiva.

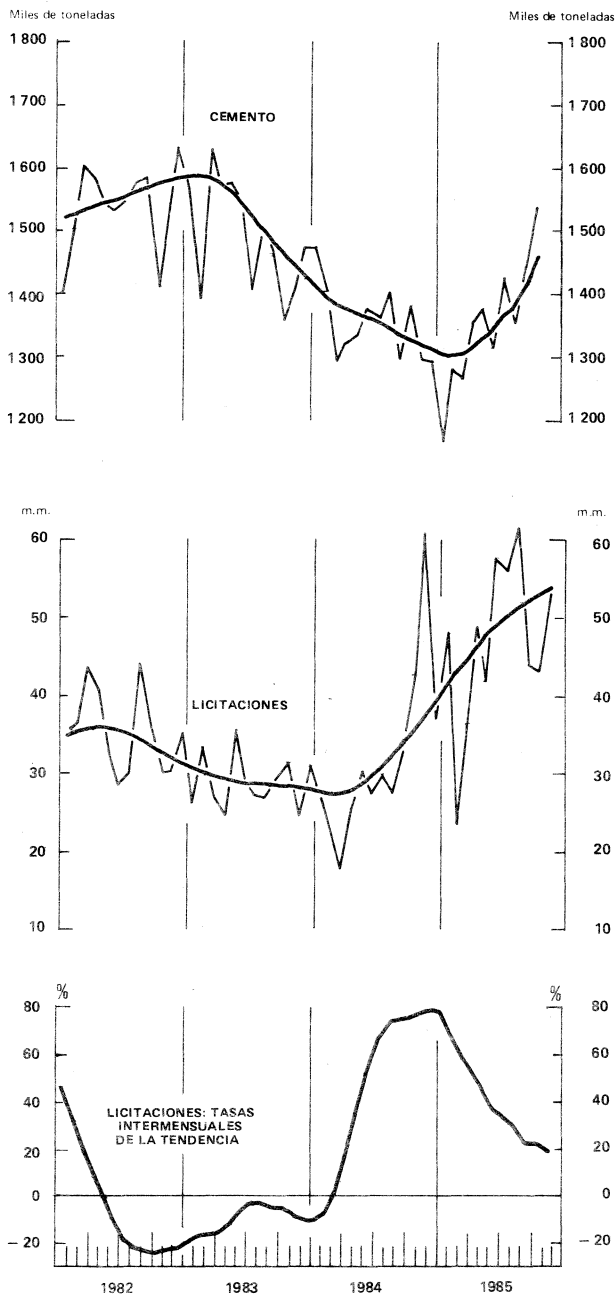
El último componente de la formación bruta de capital —la variación de existencias— se ha desacelerado fuertemente desde el inicio del segundo trimestre del año, según la encuesta de coyuntura industrial del Ministerio de Industria y Energía, evolución que también confirma la encuesta ya citada de la CEOE. No obstante, se estima que, en el promedio del año, todavía ha podido tener una débil aportación al crecimiento del PIB, no superior a una décima de punto porcentual.

A la hora de cerrar este informe, no se dispone de datos sobre el comportamiento de la demanda del sector público en términos reales. No obstante, y a juzgar por el comportamiento muy expansivo del empleo en las administraciones públicas que se deduce de la Encuesta de Población Activa, el crecimiento real del consumo público posiblemente supere el 2,5 % previsto. En cuanto a la inversión pública, su valoración es todavía difícil por falta de información sobre el gasto de los entes territoriales y por la intensa actividad presupuestaria que caracteriza al Estado en la parte final del año. En todo caso, teniendo en cuenta el tratamiento como desinversión que en 1984 se dio a la privatización de CAMPSA, la inversión pública, en términos contables, experimentará un aumento apreciable, aunque el alcance del

## 2. Construcción

Consumo aparente de cemento y Obras licitadas por las AAPP

*Series desestacionalizadas y tendencias*



mismo en términos de demanda agregada sea más incierto.

### 1.3. Producción

La producción final agraria habrá crecido en 1985 a una tasa de 1,7 % en términos reales, según las estimaciones del Ministerio de Agricultura, mientras los consumos intermedios de fuera del sector, que en la primera parte del año observaron un ligero retroceso, se han recuperado después hasta situarse en torno a un 2 %, con lo que el valor añadido, en términos reales, ha debido de alcanzar un crecimiento próximo al 1,5 %. De los diversos subsectores, la agricultura es el que se ha mostrado más dinámico, toda vez que las condiciones climáticas del último trimestre no afectaron a la recolección de las principales cosechas, compensando la evolución poco positiva de la ganadería y la pesca.

La aportación al valor añadido de la *industria*, excluida la construcción, ha sido creciente a lo largo del año. Revisando ligeramente al alza la estimación de la tasa de crecimiento ofrecida en octubre para el conjunto de 1985, ésta podría cifrarse actualmente en un valor muy próximo al 2 %.

El índice de producción industrial se mantuvo estancado en el conjunto del primer semestre, mostrando un perfil, dentro de esta primera mitad del año, que difícilmente encaja con otras informaciones disponibles sobre la evolución de la economía, ya que concentra los mayores niveles de actividad in-

### 3. Producción industrial: componentes (\*)

Tasas de variación

	Índice general (c)	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes intermedios
1983/82	2,7	6,3	-5,1	1,7
1984/83	0,9	0,1	-2,9	2,1
1985/84 (b)	1,1	0,9	5,7	0,4
<b>1983 (a)</b>				
I TR	11,9	28,3	-2,9	40,6
II TR	1,0	5,2	-3,4	-9,0
III TR	-1,5	-5,2	-20,7	-17,3
IV TR	3,2	2,1	2,5	26,4
<b>1984 (a)</b>				
I TR	5,2	-7,5	1,4	9,3
II TR	-7,7	-0,3	-12,4	-9,7
III TR	6,1	20,7	10,7	3,2
IV TR	-1,4	-5,2	8,6	-4,5
<b>1985 (a)</b>				
I TR	3,7	3,9	20,8	4,4
II TR	-4,5	-17,1	-8,4	-0,3
III TR	13,9	16,8	-8,6	13,9

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

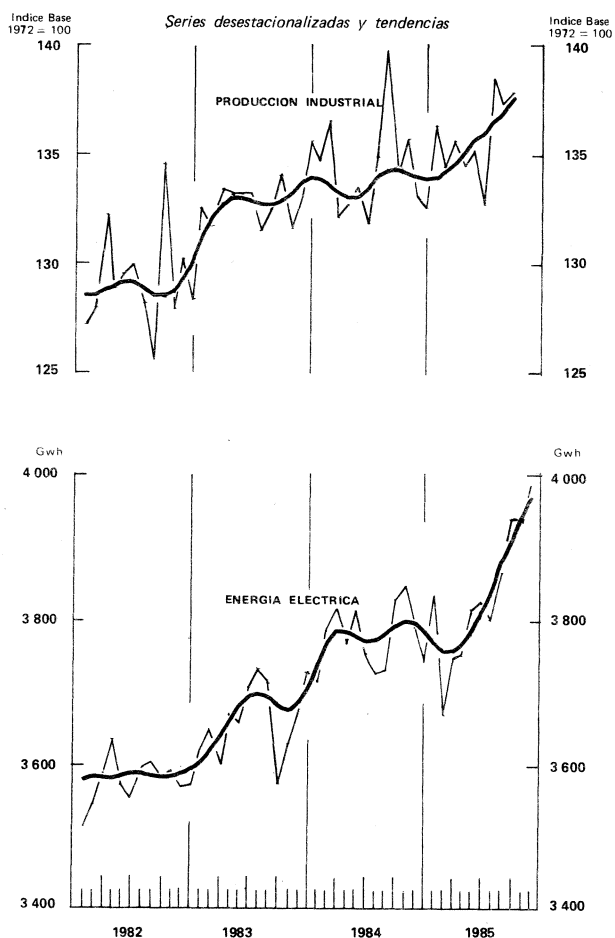
(b) Último dato disponible: septiembre.

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

Fuente: INE.

### 3. Indicadores de actividad

Índice de Producción Industrial y Consumo de energía eléctrica para usos industriales



dustrial en los meses iniciales de 1985. La evolución en el tercer trimestre fue muy positiva, correspondiendo a septiembre el último dato disponible. Bastaría con que el cuarto trimestre se situara al nivel del tercero, para que, en el conjunto del año, el IPI registrase un crecimiento de 1,5 % o algo superior.

En la Encuesta de Coyuntura Industrial del Ministerio de Industria y Energía, tanto la cartera de pedidos como los niveles de producción declarados por los empresarios se encontraron muy deprimidos en el primer trimestre, para crecer después fuertemente. Por otra parte, el crecimiento del consumo de energía eléctrica para usos industriales, con datos hasta noviembre, es progresivamente creciente desde el inicio del segundo trimestre y a medida que avanzaba el año, presentando un crecimiento acumulado de 1,4 % en los once meses disponibles.



El conjunto de la información parece indicar que los ritmos de actividad industrial están relativamente sostenidos al entrar en 1986.

El sector de la *construcción*, como ya se ha mencionado al hablar de la demanda, registrará en términos de medias anuales una tasa de variación próxima a cero en términos reales, presentando un perfil en el que, tras moderar en el primer semestre la tendencia negativa que mostró en el año anterior, registra en el segundo semestre una importante recuperación del nivel de actividad.

Por subsectores, es el de la vivienda el único que muestra tasas negativas en términos de medias anuales, dado el lastre que ha supuesto la evolución negativa de las iniciaciones en el año anterior, si bien en los últimos meses del año se observaba ya un cambio de tendencia, que se consolidará en el primer semestre de 1986. Contrariamente, los subsectores de obra pública y construcción no residencial privada registran tasas positivas en términos anuales, mostrando ambos un perfil similar, con un primer semestre caracterizado por un nivel de actividad muy débil e incluso en recesión, y un segundo semestre notablemente expansivo, sobre todo en el subsector de obra pública.

Los indicadores de nuevas contrataciones han mostrado una evolución marcadamente positiva a lo largo del año, registrando la licitación pública, en el período enero-noviembre sobre el mismo período del año anterior, una tasa de crecimiento del 40 %, explicado, en buena medida, por el fuerte crecimiento experimentado por la contratación de las comunidades autónomas. No obstante, la tendencia creciente que esta serie muestra desde la segunda mitad de 1983 presenta ciertos síntomas de agotamiento en los últimos meses.

El número de viviendas iniciadas registró, en el período enero-octubre sobre el mismo período del año anterior, una tasa de crecimiento del 19,4 %, que, si bien, en parte, es debida a un cambio de estacionalidad en el ritmo de iniciación por parte del sector público, no deja de mostrar una evolución mucho más sostenida tanto de la promoción pública como de la promoción privada.

El consumo aparente de cemento ha registrado, en el período enero-octubre sobre el mismo período del año anterior, una tasa de  $-0,3$  %, presentando un perfil muy similar al del ritmo de actividad del sector. La ocupación ha mostrado una evolución mucho más negativa, registrando en el mismo período una caída del 7,2 %; no obstante, la tendencia más negativa se situó en el primer semestre, mientras que

posteriormente la serie desestacionalizada tiende a estabilizarse, con una tasa de variación próxima a cero. Este hecho, unido a que hayan sido los subsectores de construcción no residencial privada y obra pública los que han registrado una evolución más sostenida, mientras que el de vivienda, más intensivo en trabajo, registre en el conjunto del año una tasa negativa, induce a estimar una tasa para el valor añadido generado por el sector, algo inferior a la estimada para el volumen de inversión.

El sector de *servicios* viene observando un ritmo de actividad creciente a lo largo del año, por lo que, pese a estimarse anteriormente que cerraría el período con un crecimiento del valor añadido generado, en términos reales, sensiblemente inferior al registrado en el año precedente, tal desaceleración ha debido limitarse a únicamente dos o tres décimas de punto porcentual, cifrándose actualmente dicha tasa en 1,9 %.

De los diversos subsectores, el de los servicios no destinados a la venta de las AAPP observa un crecimiento notablemente superior al de los servicios privados, como se deriva de la evolución del empleo en las AAPP, mientras que, entre estos últimos, los más dinámicos han debido de ser el de comunicaciones, tradicional en los últimos años, y el comercio, especialmente en los trimestres centrales del año. Los transportes han evolucionado con un pulso más débil, con generalidad entre sus componentes, mientras la hostelería, que también se mostraba deprimida, ha debido de recuperarse en la última parte del año.

En conjunto, se estima que el crecimiento del producto interior bruto en el promedio de 1985 respecto de 1984 se situó en torno al 1,7 %.

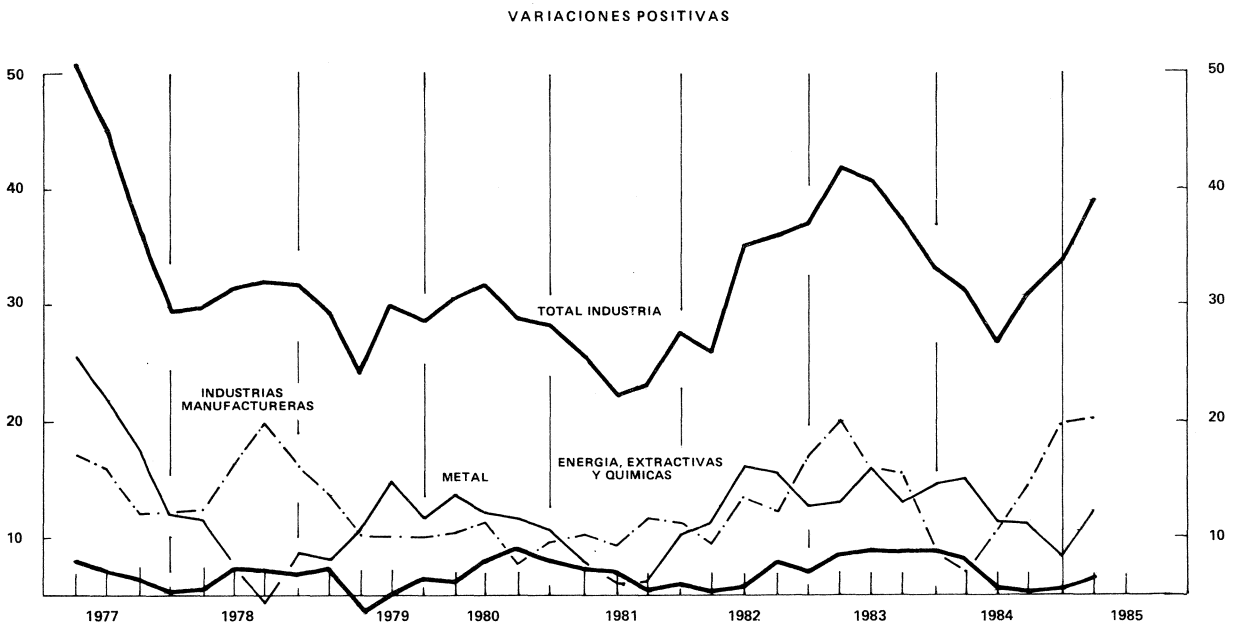
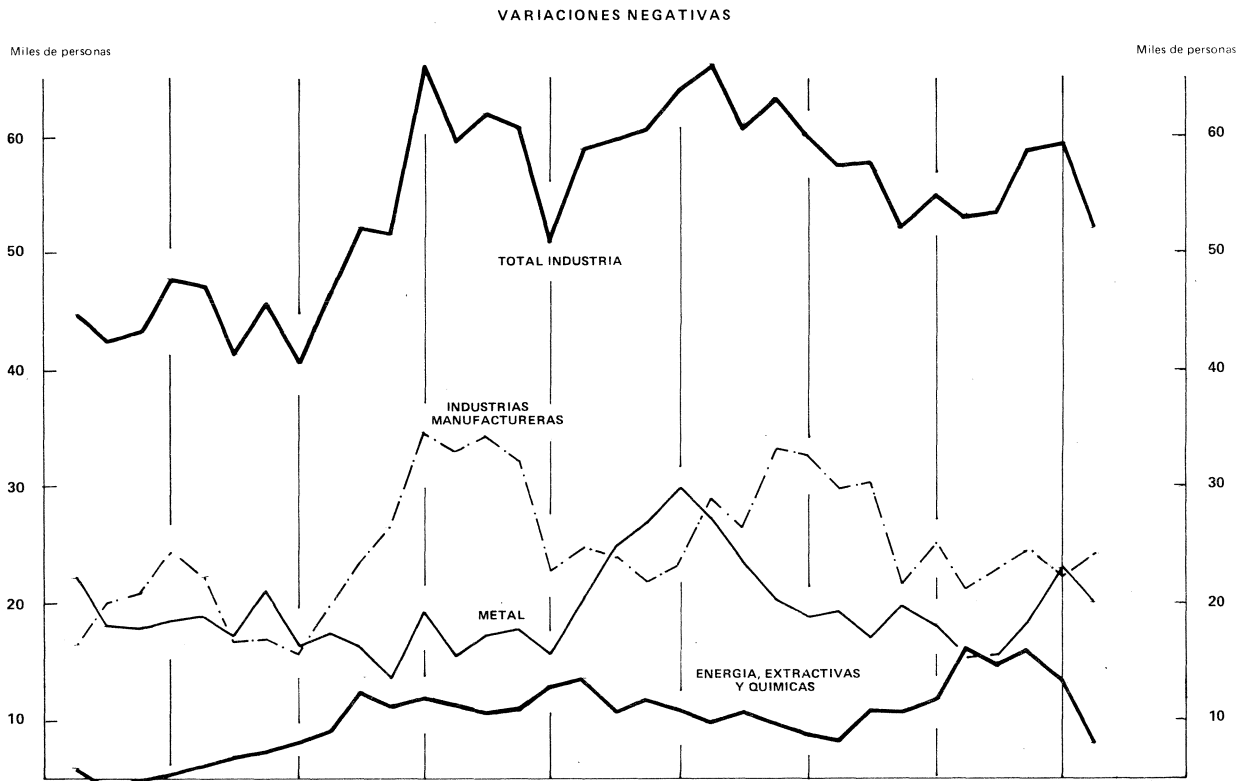
## 2. Empleo

Según la Encuesta de Población Activa, durante el tercer trimestre del año el empleo total de la economía creció en 85.000 personas, a lo que contribuyó decisivamente la creación de 95.000 puestos de trabajo por parte del sector público (63.000 en las administraciones públicas y 32.000 en la agricultura, la industria y el resto de los servicios). Durante los tres primeros trimestres del año en curso, para los que se dispone de datos, la ocupación creció en 38.000 personas, lo que contrasta favorablemente con los 170.000 ocupados menos que se registraron en el mismo período de 1984.

El empleo de la agricultura se redujo durante el tercer trimestre en 18.000 personas, lo que hace que,

#### 4. Variaciones en el empleo de los asalariados de la industria

Medias móviles de cuatro trimestres



FUENTE: Elaboración Banco de España sobre datos de la EPA.

en los nueve primeros meses, el descenso de la ocupación del sector sea similar al que se produjo en el mismo período de 1984. 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 fuertes pérdidas que se produjeron en el mismo período del año anterior. Sin embargo, debido al intenso descenso del empleo que se produjo durante 1984, particularmente en el cuarto trimestre, esta mejora no se ha visto reflejada en las tasas de crecimiento. En efecto, a pesar de este aumento de la ocupación en valores absolutos en los tres primeros trimestres del año, el empleo y los asalariados no agrarios, excluidas las administraciones públicas, reflejan unas tasas de descenso del 2,6 % y del 2,9 %, respectivamente, sobre el mismo período del año anterior.

La industria perdió 54.000 puestos de trabajo durante los tres primeros trimestres del año (30.000 asalariados y 23.000 no asalariados), lo que supone una tasa de descenso del 4 % sobre el mismo período de 1984 (3,8 % para los asalariados). Las variaciones positivas y negativas del empleo industrial muestran que se ha producido un descenso en la destrucción de puestos de trabajo, debido al comportamiento de los sectores de minería no energética y química, y que paralelamente ha aumentado la creación de empleo, fundamentalmente 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 durante los nueve primeros meses del año (-6,6 % sobre el mismo período de 1984). La ocupación de los servicios privados creció en 26.000 personas durante el tercer trimestre, y, en el conjunto de los tres trimestres, en 71.000. Las mejoras del empleo del sector se sitúan en los subsectores de comercio, inmobiliarias y servicios a empresas y enseñanza, sanidad, recreativos, etc., privados.

Los servicios de las administraciones públicas crearon 84.000 puestos de trabajo durante los tres trimestres, lo que supone un aumento de la ocupación del 5 % sobre el mismo período de 1984. De este crecimiento del empleo, 60.000 corresponden a los servicios generales de las administraciones públicas y 24.000 a la sanidad pública, presentando variaciones insignificantes los subsectores restantes.

El aumento de la población activa ha hecho que, a pesar del crecimiento de la ocupación, el paro haya aumentado también, si bien en una cantidad muy moderada (21.000 personas durante los tres trimes-

tres). Sin embargo, las cifras del paro registrado parecen indicar que desde el verano se está produciendo un mayor crecimiento del paro.

### 3. Precios, costes y rentas

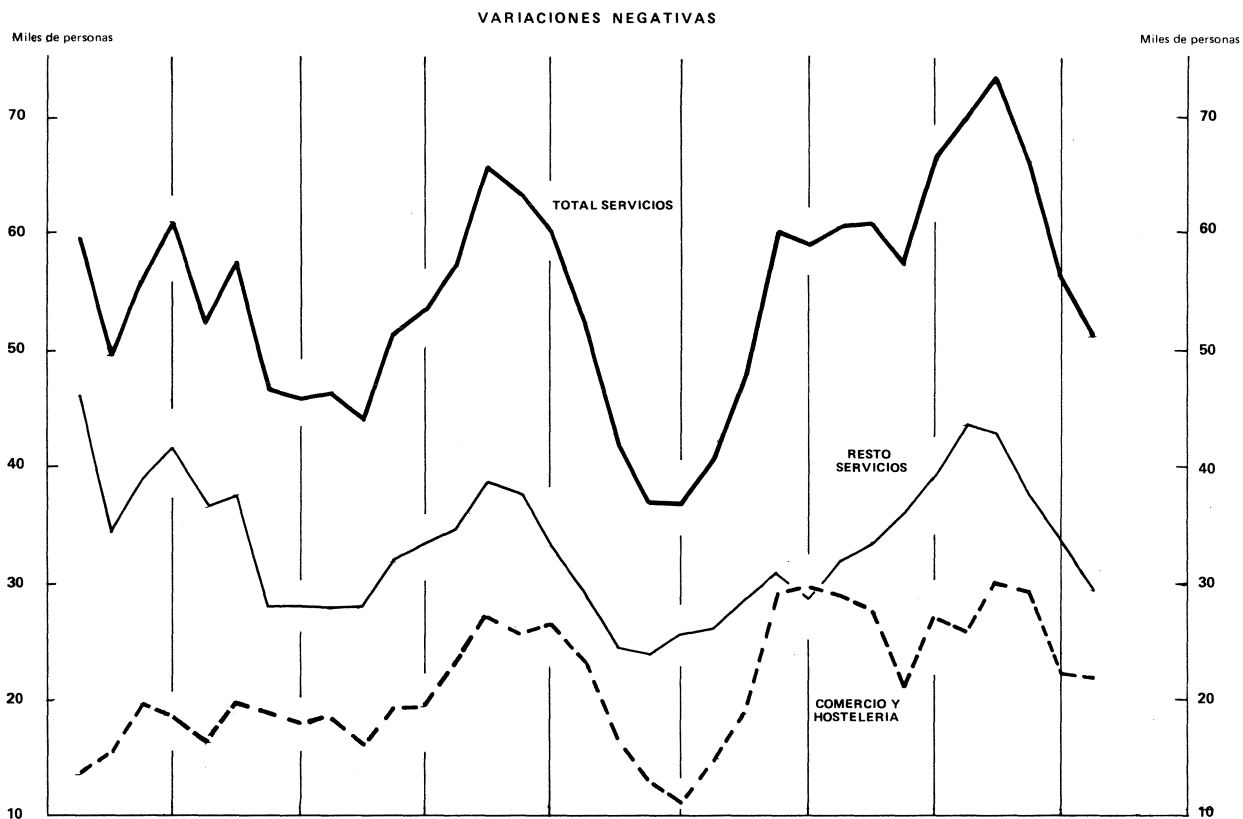
La trayectoria de los precios en 1985 se ha apoyado en las condiciones favorables creadas por la desaceleración de los costes medios registrada durante el año anterior, produciéndose una progresiva aproximación de las tasas medias de variación de los precios finales al ritmo más moderado de crecimiento de los costes de producción. La evolución de los precios de consumo durante 1985 ha transcurrido por tres fases bien diferenciadas, que, aproximadamente, coinciden con los cuatrimestres naturales del año. En el primer cuatrimestre, dominaron ciertas tensiones inflacionistas, procedentes, sobre todo, de los precios de los productos de origen agrario. Durante el segundo cuatrimestre, este episodio alcista quedó suficientemente compensado por una extraordinaria moderación en el comportamiento de los precios, apoyada fundamentalmente en el descenso de los precios alimenticios; y, finalmente, durante los últimos meses del año, aparecieron nuevas tensiones inflacionistas. La tasa de crecimiento acumulado a lo largo del año se ha situado en un 8,1 %, lo que representa una desaceleración muy modesta respecto al 9 % de 1984, si se tiene en cuenta que en 1984 la desaceleración fue superior a los tres puntos.

Desde el punto de vista de las perspectivas a corto y medio plazo, tiene una especial importancia el análisis de las características del rebrote inflacionista de los últimos meses del año. La agudización de las tensiones inflacionistas en estos últimos meses ha sido el resultado de la reactivación de la subida de los precios de los alimentos, tanto de los alimentos sin elaborar como de los elaborados, y del aumento registrado por el componente de bienes industriales no energéticos del IPC, especialmente por las rúbricas de vestido y calzado. Por su parte, el índice de precios industriales al por mayor ha mostrado también un significativo estancamiento en su tendencia a la desaceleración, sobre todo en sus componentes de bienes de equipo y de consumo. Así, a diferencia de lo ocurrido a principios del año, las tensiones alcistas de la última parte del mismo han tenido un carácter más generalizado que entonces, afectando en mayor o menor medida a todos los indicadores de precios finales.

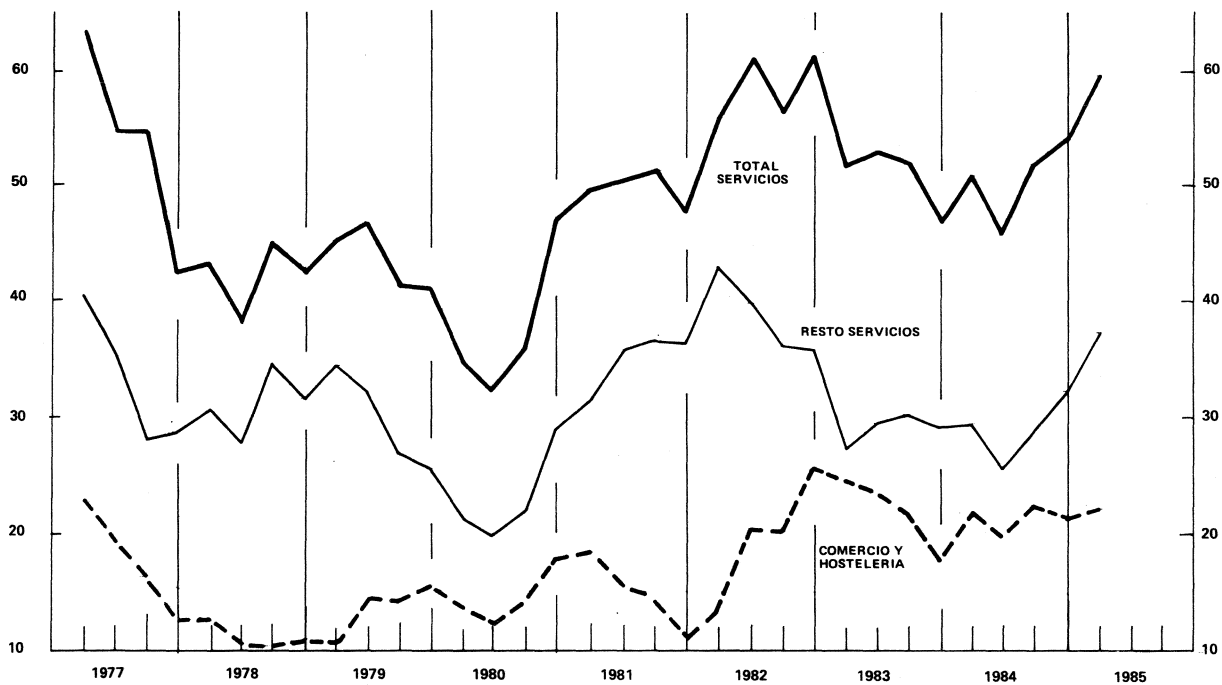
El dato del índice de precios de consumo del mes de diciembre supone una tasa de variación intermensual del 0,4 %. Este incremento, que cabe calificar de

## 5. Variaciones en el empleo de los asalariados de los servicios (a)

Medias móviles de cuatro trimestres



VARIACIONES POSITIVAS



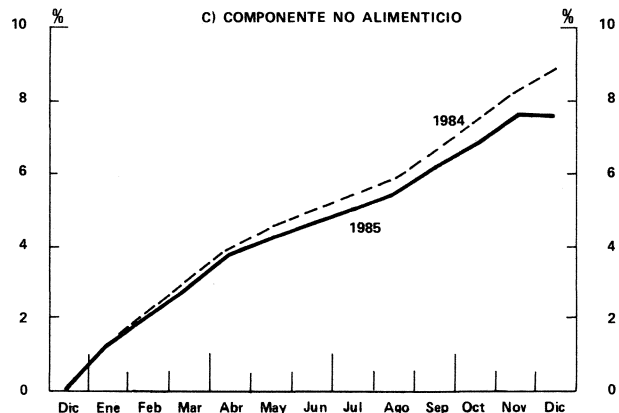
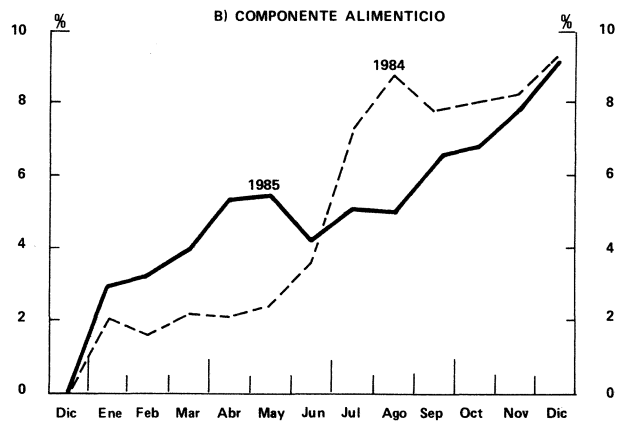
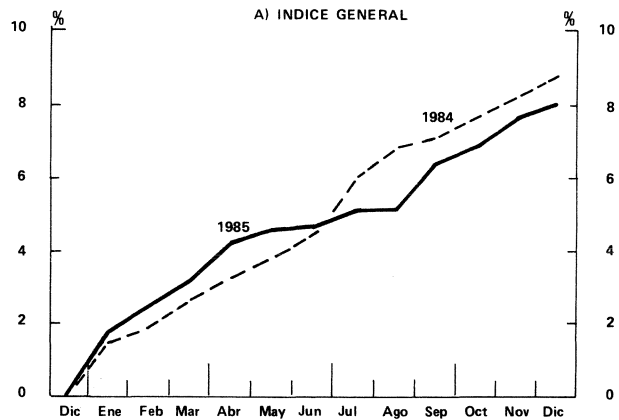
FUENTE: Elaboración Banco de España sobre datos de la EPA  
(a). Corregido de empleo comunitario.

## 6. Precios de consumo

de favorable por situarse en un mes tradicionalmente inflacionista, no modifica, sin embargo, las tesis mantenidas a lo largo de este informe relativas al peligroso estancamiento registrado en la tendencia a la desaceleración de la inflación en la última parte del año. En efecto, en primer lugar, la evolución del componente alimenticio en el mes de diciembre, que creció a una tasa intermensual del 1,2 %, viene a confirmar la existencia de importantes tensiones alcistas procedentes del sector alimentario en la configuración del proceso inflacionista en la última parte del año. En segundo lugar, el incremento nulo registrado por el componente no alimenticio, no debe ocultar el decisivo papel desempeñado por la caída en el precio de las gasolinias y por el consiguiente descenso en el componente energético del índice general en la determinación de dicho incremento. Así, aunque a la hora de redactar este informe no se conoce el desglose del IPC por componentes, cabe esperar un crecimiento del componente no alimenticio no energético en torno al 0,4 %, tasa más acorde con la verdadera situación de la inflación subyacente. En todo caso, hay que señalar ciertos fenómenos que parecen haber ocurrido en el último mes en los sectores industriales, en los que a los procesos de anticipación en las subidas de precios de meses anteriores, asociados a la incertidumbre provocada por la implantación del IVA, ha sucedido una cierta paralización en los procesos de fijación de nuevos precios a la espera de la definitiva entrada en vigor del mismo. Con todo, el comportamiento de los precios industriales tiende a confirmar el estancamiento en el proceso de moderación de los costes medios, reflejando, en consecuencia, la presencia de algunos factores de resistencia a la desaceleración de la inflación.

Al cambio de tendencia en la evolución de la inflación inducido por el comportamiento de los costes, se han superpuesto otras presiones alcistas de carácter más coyuntural. El perfil intraanual de la demanda final refleja una fuerte recuperación de la misma en los últimos meses del año, y la presión que esta ha podido ejercer sobre los precios se ha visto reforzada por la revisión alcista de las expectativas de costes y por ciertos fenómenos de anticipación al impacto previsible de la instauración del IVA.

Estos factores negativos en la evolución reciente de la tasa de inflación pueden condicionar de manera importante el comportamiento de los precios en los primeros meses de 1986, pero ello no debe ocultar los progresos que en el control de la inflación se han realizado en el último año. Por eso, antes de abordar las perspectivas para 1986, conviene realizar un balance del conjunto del año transcurrido.



#### 4. Índice de precios de consumo

Tasas de variación

	Acumulado en 1984	Acumulado en 1985	Media 1984/1983	Media 1985/1984	Tasas acumuladas (a)		
					DIC-ABR 1985	ABR-AGO 1985	AGO-DIC 1985
					Indice general	9,0	8,1
Alimentación	9,3	9,2	12,6	9,5	21,3	-6,8	15,2
Productos no alimenticios	8,9	7,6	10,6	8,4	8,8	9,2	4,7

	Acumulado en 1984	Acumulado en doce meses que acaban en NOV-85	Media 1984/1983	Media ENE-NOV 1985/1984	Tasas acumuladas (a)		
					DIC-ABR 1985	ABR-AGO 1985	AGO-NOV 1985
					Alimentos sin elaborar	8,6	9,3
Alimentos elaborados	10,0	8,6	11,7	8,7	8,4	9,2	8,2
Productos industriales no energéticos	10,3	9,3	10,7	9,7	9,2	9,2	8,3
Servicios	8,6	7,9	10,5	8,2	6,7	9,0	8,7
Energía	4,1	4,2	10,5	4,7	13,2	-	-

(a) Calculadas sobre series desestacionalizadas y elevadas a anual. Fuente: INE.

A pesar de que la desaceleración a lo largo del año ha sido modesta, la tasa media de inflación, medida a través del IPC, se ha reducido desde el 11,3 % de 1984 hasta el 8,8 % en 1985. Este comportamiento es generalizable a otros indicadores de precios finales, como el índice de precios industriales. Así, el diferencial de inflación con relación a la CEE, medido a través de las tasas medias anuales, se ha reducido en 1,6 puntos, y, en relación al conjunto de los países de la OCDE, en 2,0 puntos.

Además, estos datos reflejan una mejora significativa en la relación entre la tasa media de inflación y el nivel relativo de desempleo. Como puede verse en el gráfico adjunto, hasta 1984 había dominado en la economía española una situación en la que los fuertes incrementos en la tasa de desempleo venían asociados a reducciones muy modestas en la tasa de inflación. En cambio, en 1985, la significativa reducción en la tasa media de inflación se ha registrado con un aumento en el nivel relativo de desempleo más moderado que en años anteriores. Esta mejora de la

#### 5. Índice de precios de consumo: España, OCDE y CEE

Tasas de variación

	Media 1984/1983	Media ENE-NOV 85/84	Acumulada en 1984	Acumulada en los doce meses que terminan en NOV de 1985
España	11,3	8,9	9,0	8,5
OCDE	5,3	4,6	4,8	4,5
CEE	6,1	5,4	5,6	4,9

Fuente: INE y OCDE.

#### 6. Otros indicadores de precios

	Índice de precios industriales (a)				Índice de precios percibidos por los agricultores (c)
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	
1983/1982	14,0	12,9	13,1	15,0	9,2
1984/1983	12,2	11,2	10,1	13,4	9,7
1985/1984	8,1 (b)	7,8 (b)	8,3 (b)	8,2 (b)	4,4 (d)
<b>1984 (e)</b>					
I TR	13,7	11,3	10,1	16,2	-1,7
II TR	10,8	11,6	8,6	10,9	1,9
III TR	7,8	9,3	9,1	6,6	13,1
IV TR	6,9	7,3	8,9	6,1	-10,1
<b>1985</b>					
I TR	11,0	4,8	6,7	16,3	30,8
II TR	6,4	9,7	7,7	4,0	5,9
III TR	6,2	9,0	10,7	3,3	-27,9
IV TR	6,0	6,9	9,2	4,6	-4,8

- (a) Último dato disponible: noviembre.  
 (b) Media enero-noviembre sobre mismo período del año anterior.  
 (c) Último dato disponible: octubre.  
 (d) Media enero-octubre sobre mismo período del año anterior.  
 (e) Tasas intertrimestrales elevadas a ritmo anual. Para trimestres incompletos, se calculan como la media de los tres últimos datos disponibles sobre el promedio de los tres meses anteriores.  
 Fuente: INE y Ministerio de Agricultura.

«curva de Phillips» refleja un descenso de la rigidez del mercado de trabajo y una ampliación de los márgenes para un crecimiento no inflacionista.

Como se señaló en el último informe de coyuntura, la evolución de los costes de producción parece haber alcanzado durante 1985 un fondo de resistencia en su tendencia a la desaceleración. El incremento

## 7. Indicadores salariales (Ø) (a)

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

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

(b) Último dato disponible: media móvil agosto, septiembre y octubre.

(c) Último dato disponible: noviembre.

(d) Último dato disponible: octubre.

(e) Último dato disponible: septiembre.

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

medio pactado en los convenios colectivos durante 1985 se ha situado en el 7,4 %, lo que ha determinado una desaceleración muy modesta en los costes laborales medios, que en el sector privado han pasado del 9,5 % en 1984 al 9 % en 1985. Por su parte, la productividad media observada del trabajo ha experimentado una significativa caída en su ritmo de aumento, debido a la relativa mejora en la evolución del empleo. Esta desaceleración de la productividad, que refleja un cierto agotamiento de los fuertes procesos de reestructuración y racionalización de la estructura productiva, ha tenido, sin embargo, un efecto negativo sobre la evolución de los costes del trabajo por unidad de producto. La desaceleración de esta variable, que durante 1984 fue cercana a los cuatro puntos, puede quedar reducida a medio punto en 1985.

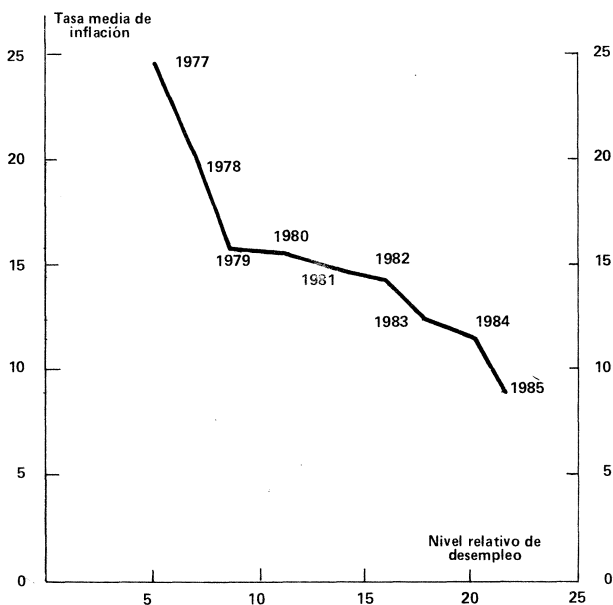
Los precios de los productos agrarios también contribuyeron, en promedio, al estancamiento de la desaceleración de los costes medios de producción. Únicamente los precios en pesetas de los productos importados, que ya durante 1984 colaboraron decisivamente a la moderación de los costes, han mantenido durante 1985 la misma tendencia, estimándose un crecimiento medio del 4,4 % frente al 9,2 % del año anterior.

Con todo, el ritmo de crecimiento medio de los precios finales durante 1985 ha continuado siendo superior al crecimiento medio estimado para el indicador global de costes, lo que refleja un mantenimiento de la tendencia a la recuperación de los márgenes de

explotación. Pero este extremo se puede contemplar mejor desde la vertiente de la generación de las rentas.

Tanto la menor desaceleración de los costes laborales por persona como la mejora en la evolución del empleo asalariado han contribuido a que la masa sa-

## 7. Relación entre la tasa media de inflación y el nivel relativo de desempleo



larial experimente en 1985 una aceleración, rompiendo con la tendencia que había dominado en la economía española desde 1977. Así, aunque la participación de los salarios en la renta nacional ha continuado descendiendo durante 1985, lo ha hecho a un ritmo sensiblemente inferior al del año anterior. En contrapartida, el excedente bruto de explotación, que ha experimentado una sensible desaceleración en su tasa de crecimiento (un 13 % en 1985 frente al 22 % de 1984), ha proseguido ampliando su participación relativa en la distribución de la renta. Teniendo en cuenta que en 1985 se detuvo el proceso de crecimiento de los empresarios individuales (el empleo no asalariado retrocedió un 3,0 %), cuyas rentas, como se sabe, se contabilizan en el excedente bruto empresarial, y que, además, se registró un importante retroceso en los gastos financieros de las empresas, el beneficio empresarial propiamente dicho debió de crecer a una tasa sensiblemente superior a la estimada para el total del excedente.

Este comportamiento de las rentas de los factores primarios de la producción, junto al avance conseguido en la reducción de la tasa media de inflación, ha incidido positivamente en el comportamiento de la renta disponible de las familias. Por un lado, el índice de ganancia media por persona, deflactado por el índice de precios de consumo, refleja un crecimiento anual situado en torno al medio punto, frente a un descenso del 1,3 % experimentado durante 1984. Por otro lado, el empleo asalariado, que durante 1984 se redujo en un 2,8 %, en 1985 lo habrá hecho en torno al 0,6 %. Paralelamente, las rentas distribuidas de la propiedad y de la empresa, a pesar de la mayor moderación en el crecimiento de las rúbricas de alquileres e intereses, puede haber experimentado un crecimiento real superior a los tres puntos, manteniendo, en consecuencia, el carácter expansivo de su contribución a la renta disponible de las familias. Así, durante 1985, la incidencia del ajuste de los precios relativos sobre la generación de las rentas, a diferencia del año anterior, ha tenido efectos estimulantes sobre el crecimiento real de la demanda nacional.

Sin embargo, la aceleración de los precios en los últimos meses de 1985 y las perspectivas sobre el comportamiento de la inflación en los primeros meses de 1986 plantean serias amenazas sobre la estabilidad de los logros alcanzados en la reducción de la tasa de inflación. Como se ha comentado anteriormente, al finalizar 1985 dominaba una tendencia a la aceleración de los precios, debido tanto a la evolución de los costes y de la demanda como a la exis-

tencia de un clima de incertidumbre que ha favorecido la revisión al alza de las expectativas de inflación de los distintos agentes económicos.

Las previsiones sobre la evolución de los costes en 1986 apuntan a una cierta aceleración. La cláusula de revisión salarial automática incluida en el AES tiende a trasladar al núcleo subyacente de la inflación la desviación alcista de los últimos meses, lo que, unido a la banda establecida para el comportamiento de los salarios pactados en los convenios colectivos de 1986 (entre el 7,2 % y el 8,5 %), determinará un crecimiento medio del coste laboral por persona, superior en 1,5 puntos a la tasa registrada durante 1985. Se rompería así por primera vez desde 1977, la tendencia a la desaceleración de esta variable. Este comportamiento alcista de los costes del trabajo, que puede verse reforzado por una nueva reducción en la tasa de crecimiento medio de la productividad observada, se verá únicamente paliado por las favorables previsiones existentes sobre los precios en pesetas de los productos importados para los que se espera una tasa de crecimiento prácticamente nula. Además, las últimas previsiones sobre la posible evolución de los precios internacionales del petróleo durante 1986, pueden hacer incluso más favorable el impacto esperado del componente de inflación importada sobre la inflación interior.

En todo caso, las condiciones relativamente desfavorables para la evolución de la inflación en 1986 pueden verse agravadas en los primeros meses del año por el impacto de la instauración del IVA. En efecto, la modificación de la fiscalidad indirecta añade nuevas presiones sobre los costes de producción, cuya incidencia sobre los precios puede verse incrementada tanto por la concentración de las subidas de precios en los primeros meses del año como por la creación de un clima de expectativas alcistas, susceptible de favorecer la ampliación de márgenes por parte de empresas e intermediarios y una mayor pasividad de los demandantes frente a las subidas de precios. Adicionalmente, el incremento en la variabilidad de precios relativos que puede acompañar a estos cambios tal vez tenga efectos dinámicos adversos sobre la tasa de inflación si se ponen en marcha los mecanismos de indicación de las rentas. En tal caso, el impacto del IVA sobre los precios no quedaría reducido a un determinado incremento en la tasa de inflación, sino que podría afectar de forma más duradera a la tendencia de la inflación. De todos modos, la intensidad y la persistencia de estos efectos dependerán sustancialmente del grado de disciplina monetaria existente de la economía.



## 8. Estado. Ingresos y gastos

	m.m.	
	ENE-NOV	
	1984	1985
<b>Saldo operaciones no financieras</b>	<b>-1.142,5</b>	<b>-1.440,0</b>
Ingresos	3.809,6	4.529,0
Impuestos, tasas y otros ingresos	3.542,3	4.066,7
Transferencias	158,0	148,9
Otros ingresos	109,3	313,5
Gastos	4.952,1	5.969,0
Consumo público	1.203,7	1.261,0
Transferencias corrientes	2.570,2	2.834,3
Gastos de capital	948,2	903,3
Otros gastos	229,9	970,4
<b>Financiación</b>	<b>1.142,5</b>	<b>1.440,0</b>
Variación neta de activos	-621,5	-345,1
Dotación crédito oficial	-167,4	-116,4
Otros activos	-454,1	-228,7
Variación neta de pasivos	1.764,0	1.785,1
Emisión neta de títulos	3.435,7	1.486,2
Financiación exterior	111,7	- 6,8
Otras operaciones	91,6	69,4
Banco de España	-1.875,1	236,4

## 4. Sector Público: Ejecución presupuestaria del Estado en el período enero-noviembre

En los once primeros meses del año, el déficit de las operaciones no financieras del Estado fue de 1.440,0 m.m., superándose en 297,5 m.m. el saldo hasta noviembre del año anterior (véase cuadro 8). El año se cerrará con un aumento significativo del déficit, pero, a falta de un mes para concluir, los resultados son todavía inciertos, por la intensa actividad presupuestaria que se despliega en diciembre, al cierre del ejercicio.

Hasta noviembre, el crecimiento de los ingresos no financieros fue del 18,9 %, habiendo declinado en los últimos meses la tasa acumulada del año hasta situarse ligeramente por debajo del crecimiento resultante de comparar la recaudación de 1984 con el presupuesto de 1985 (véase cuadro 9). El incremento de los impuestos directos ha sido del 18,6 %, desglosándose en unos aumentos del 18,2 % para los ingresos derivados de la renta de las personas físicas y del 21,4 % para los que gravan la renta de sociedades, y en una disminución del 11,2 % para los impuestos sobre el capital. A su vez, en los impuestos sobre las personas físicas, las retenciones por rentas de trabajo han crecido un 11,8 %, tras experimentar una intensa desaceleración, y las retenciones por rentas de

capital, un 8,4 %. El incremento de la cuota diferencial ha sido del 65,7 %, aunque están pendientes las devoluciones, que se realizan en diciembre. La cuota diferencial del impuesto sobre sociedades ha crecido en un 30,1 %. La disminución de los impuestos sobre el capital se debe a la reducción de los ingresos por sucesiones (27,3 %), ya que el impuesto sobre el patrimonio ha crecido en un 8,7 %.

Por lo que se refiere a los impuestos indirectos, el incremento hasta noviembre ha sido del 15,2 %, no alcanzándose el crecimiento previsto, ni aun considerando los ingresos netos, es decir, descontados los pagos por desgravación fiscal a la exportación, en cuyo caso, dada la disminución del 3,7 % que se ha registrado en éstos, el aumento de los impuestos indirectos se eleva al 19,5 %. En la evolución de las distintas figuras que los integran, se aprecian diferencias acusadas. Sobresale el crecimiento de las rentas de monopolios (63,2 %), debido en su totalidad al de

## 9. Estado. Ingresos no financieros

	m.m. y tasas de variación		
	ENE-NOV		
	Importe		Crecimiento 85/84
1984	1985		
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>3.809,6</b>	<b>4.529,0</b>	<b>18,9</b>
<b>Impuestos directos</b>	<b>1.624,1</b>	<b>1.926,1</b>	<b>18,6</b>
S/ Renta personas físicas	1.266,2	1.496,2	18,2
Ret. trabajo personal	955,1	1.065,7	11,6
Ret. rentas del capital	126,1	136,8	8,4
Fraccionamientos	41,5	56,0	34,8
Cuota diferencial	143,4	237,7	65,7
S/ Renta de sociedades	313,1	379,9	21,4
Ret. rentas del capital	126,1	136,8	8,4
Cuota diferencial	186,9	243,2	30,1
S/ el capital	19,6	17,4	-11,2
Sucesiones	10,8	7,9	-27,3
Patrimonio	8,7	9,5	8,7
Otros	25,2	32,6	29,2
<b>Impuestos indirectos</b>	<b>1.723,8</b>	<b>1.986,0</b>	<b>15,2</b>
Trans. Patrim. y Ac. Jur. Doc.	94,2	91,7	-2,7
ITE	596,6	723,1	21,2
S/ Consumo	590,6	629,6	6,6
Especiales	428,0	457,5	6,9
Lujos	162,6	172,0	5,8
Aduanas	379,5	439,0	15,7
Monopolios	62,7	102,4	63,2
<b>Tasas y otros ingresos</b>	<b>194,4</b>	<b>154,6</b>	<b>-20,5</b>
<b>Transferencias</b>	<b>158,0</b>	<b>148,9</b>	<b>- 5,8</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>109,3</b>	<b>313,5</b>	<b>186,8</b>
Intereses de Dot. Cto. Oficial	94,6	107,9	14,1
Dividendos y otras rentas	63,7	111,0	74,2
Otros	-49,0	94,6	-

## 10. Estado. Gastos no financieros

m.m. y tasas de variación

	ENE-NOV		
	Importe		Crecimiento 85/84
	1984	1985	
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>4.952,1</b>	<b>5.969,0</b>	<b>20,5</b>
<b>Consumo público</b>	<b>1.203,7</b>	<b>1.261,0</b>	<b>4,8</b>
Remuneraciones de personal	1.019,3	1.102,4	8,1
<i>Sueldos</i>	719,6	876,9	21,9
<i>Clases pasivas</i>	299,7	225,4	-24,8
Compra de bienes y servicios	184,4	158,7	-14,0
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>2.570,2</b>	<b>2.834,3</b>	<b>10,3</b>
OAA (excepto INEM)	193,2	154,1	-20,2
OAC e I	95,0	80,1	-15,7
Seguridad Social	625,5	759,9	21,5
INEM	314,5	333,7	6,1
Entes territoriales	468,5	590,9	26,1
Empresas (a)	729,4	722,3	- 1,0
Familias e ISFL	136,9	135,5	- 1,0
Otras	7,2	57,6	-
<b>Gastos de capital</b>	<b>948,2</b>	<b>903,3</b>	<b>- 4,7</b>
Inversiones reales	352,9	288,6	-18,2
<i>Defensa</i>	123,1	133,0	8,0
<i>Civiles</i>	229,8	155,6	-32,3
Transferencias	595,4	614,7	3,2
OAA	133,1	114,8	-13,8
OAC	159,9	198,5	24,2
Entes territoriales	132,6	138,9	4,8
Empresas	143,1	146,8	2,6
<b>Intereses</b>	<b>303,5</b>	<b>772,2</b>	<b>154,4</b>
Pagarés del Tesoro	74,6	433,2	-
Deuda negociable a medio y largo plazo	83,6	163,2	95,3
Deuda no negociable	84,5	97,4	15,3
Créditos exteriores	60,7	78,4	29,1
<b>Otros (sin clasificar y operaciones pendientes de pago)</b>	<b>- 73,6</b>	<b>198,2</b>	<b>-</b>

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

petróleos, pero tiene más trascendencia el 21,2 % de aumento del ITE, cuya recaudación dista de lo previsto. Los derechos aduaneros han aumentado en un 15,7 %, y los impuestos sobre el consumo, en un 6,6 %, observándose tasas muy próximas entre los impuestos especiales (6,9 %) y el impuesto sobre el lujo (5,8 %). Por último, los ingresos por transmisiones patrimoniales se han reducido en un 2,7 %.

En el resto de los ingresos no financieros, cabe resaltar los descensos que registran las tasas (20,5 %) y las transferencias (5,8 %), el de estas últimas debido al retroceso de las contribuciones concertadas y a los ingresos derivados de las loterías.

En lo que atañe a los gastos no financieros, el crecimiento hasta noviembre fue del 20,5 %, manteniéndose unos contrastes muy acentuados en la evolución de las distintas partidas (véase cuadro 10). Los pagos de intereses, cuyo crecimiento ha sido del 154,4 %, son determinantes en la tasa antedicha. Excluidos los intereses, el crecimiento de los pagos queda reducido al 11,8 %, a lo que contribuyen destacadamente las operaciones pendientes de pago (normalmente relacionadas con la inversión). El consumo público ha aumentado en un 4,8 %, pero, en tanto las remuneraciones han crecido en un 8,1 %, las compras de bienes y servicios han disminuido en un 14,0 %. Las transferencias corrientes han crecido en un 10,3 %, pero sólo registran tasas positivas las destinadas a la Seguridad Social (21,5 %), al INEM (6,1 %) y a los entes territoriales (26,1 %). En el resto, cabe resaltar la disminución, en un 1 %, de las transferencias a empresas. Por lo que se refiere a los gastos de capital, se registra un retroceso del 4,7 %, pero, mientras las inversiones reales decrecen en un 18,2 %, debido a la evolución de las inversiones de carácter civil, las transferencias de capital aumentan en un 3,2 %, destacando el incremento de las destinadas a organismos autónomos comerciales (24,2 %).

## 5. Financiación de la economía y política monetaria

Durante los once primeros meses de 1985, los saldos financieros entre los distintos sectores de la economía española se han agrandado, si se los compara con los registrados en igual período del año anterior. Tal como muestra el cuadro 11, las administraciones públicas incrementaron su necesidad neta de financiación, el excedente financiero del sector privado fue más abultado, y aumentó la financiación neta concedida al resto del mundo como resultado del superávit registrado en la balanza de pagos por cuenta corriente.

La política monetaria y cambiaria practicada por el Banco de España prosiguió, aunque de una manera menos persistente, dentro de la tónica suavemente restrictiva emprendida dos años antes. De esta forma, las autoridades crearon en los mercados interiores las condiciones de disciplina necesarias para que disminuyera lentamente la tasa de inflación, se mejorara la posición financiera frente al exterior y se atendiera a las necesidades de endeudamiento del sector privado. No obstante, cabe señalar que la instrumentación de tal política se llevó a cabo con grandes dosis de flexibilidad, para evitar que los mercados monetarios y cambiarios acusaran las bruscas alteraciones que podrían haberse producido tras

### 11. Estimación de las necesidades netas (-) de financiación

m.m.

	ENE-SEP		ENE-NOV	
	1984	1985	1984	1985
<b>1. Excedente global de la economía (2+3+4) (a)</b>	<b>196</b>	<b>240</b>	<b>201</b>	<b>314</b>
<b>2. Administraciones públicas (b)</b>	<b>-934</b>	<b>-1.274</b>	<b>-834</b>	<b>-1.273</b>
Estado (c)	-1.097	-1.354	-1.142	-1.378
Seguridad Social	94	129	188	104(d)
Otros (e)	68	-42	132	41(d)
Cuentas restringidas de recaudación (f)	1	-7	-12	-40
<b>3. Sector privado (b) (g)</b>	<b>1.382</b>	<b>1.589</b>	<b>1.284</b>	<b>1.645</b>
Variación de activos	2.128	2.209	2.454	2.765
Variación de pasivos	746	620	1.170	1.120
<b>4. Otros no identificados (h)</b>	<b>-252</b>	<b>-75</b>	<b>-249</b>	<b>-58</b>

- (a) Según registro de caja.  
 (b) Contrapartida de flujos financieros identificados.  
 (c) Véase detalle en el cuadro 16.  
 (d) Datos correspondientes a una estimación con base en el mes de septiembre.  
 (e) Contrapartida de emisiones, créditos bancarios y depósitos de organismos autónomos administrativos, entes autonómicos y corporaciones locales.  
 (f) Cuentas en las entidades bancarias, donde se recogen transitoriamente los impuestos pagados por el sector privado, hasta su ingreso por aquéllas en la cuenta del Tesoro en el Banco de España.  
 (g) Véase detalle en el cuadro 18.  
 (h) Excedente de las instituciones financieras, flujos financieros no identificados y discrepancias estadísticas, entre las que destacan las relacionadas con la contabilización de los instrumentos emitidos a descuento por su importe efectivo (sector público) o nominal (sector privado).

acontecimientos tales como la entrada en vigor de la ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros y la firma del tratado de incorporación a la Comunidad Económica Europea.

La política monetaria diseñada para 1985 fijó el objetivo central de crecimiento de los activos líquidos en manos del público -ALP- en el 13 %, porcentaje muy similar al registrado por este agregado durante los cinco últimos meses de 1984. Se estimó que esta expansión sería suficiente para atender a un incremento de las necesidades financieras de las administraciones públicas situado en el entorno del 25 %, y para permitir un avance de un 7 % - 8 % de los fondos interiores otorgados al sector privado. Asimismo, dado el crecimiento previsto del PIB real, dicho avance de los ALP era compatible con un incremento del IPC en torno al 7 % - 8 %, lo que implicaba que las autoridades esperaban que continuase el proceso de suave descenso de su velocidad de circulación.

En el momento en que se programó la política monetaria, las condiciones dominantes en los mercados financieros internacionales eran especialmente inciertas. Los mercados cambiarios estaban afectados por la gran pujanza del dólar estadounidense, que generaba intensos trasvases de capitales hacia los mercados americanos y, en determinados momentos, movimientos de respuesta de las autoridades europeas que elevaban los tipos de interés en de-

### 12. Agregados monetarios (Ø) (\*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T <sub>1</sub> ) Porcentajes				Variación acumulada desde DIC 1984 Porcentajes		
		DIC-85	OCT	NOV	DIC	OCT	NOV	DIC
	<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>25.198</b>	<b>11,9</b>	<b>9,7</b>	<b>10,2</b>	<b>13,7</b>	<b>13,2</b>	<b>13,0</b>
Disponibilidades líquidas (M <sub>3</sub> )	21.493	5,2	1,4	2,6	7,0	6,5	6,2	
Efectivo	1.981	5,6	5,7	10,9	11,5	10,9	10,9	
Depósitos de la banca	10.869	1,5	-7,1	-4,5	-1,2	-1,7	-2,0	
Depósitos de las cajas	7.604	8,9	10,9	9,7	18,1	17,4	16,8	
Otros depósitos (a)	1.039	21,0	25,1	15,0	21,0	21,4	20,8	
Otros activos líquidos	3.705	66,5	66,7	68,0	82,0	80,6	79,5	
Pagarés del Tesoro (b)	2.180	98,0	114,2	114,5	181,3	174,4	168,8	
Otros activos (c)	1.525	33,5	19,6	19,5	22,1	21,9	21,7	

- (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.

fensa de sus monedas. Al mismo tiempo, cada vez se hacía más dominante la expectativa de que podía producirse un descenso del dólar de carácter brusco y persistente. En este entorno de incertidumbre, las autoridades se fijaron como objetivo tratar de hacer frente a estas oscilaciones, de manera que se mitigase su impacto sobre los mercados financieros interiores. Esperaban, al mismo tiempo, que las condiciones de mayor distensión que su actuación iba a procurar en los mercados monetarios internos permitirían mantener estable el tipo de cambio real frente a los países desarrollados, poniendo freno a la apreciación real de la peseta observada a lo largo del año 1984. Posteriormente, una vez que remitió la fortaleza del dólar estadounidense, se registró una suave caída del valor real de la peseta frente a las monedas de los países de la CEE.

Los datos definitivos del mes de noviembre y los provisionales de diciembre, procesados en los primeros días de 1986, permiten afirmar que el crecimiento de los ALP a lo largo de 1985 se situará, aproximadamente, en el 13 %, es decir, práctica-

mente en el objetivo central programado (véase cuadro 12). Esta expansión monetaria ha coincidido con una evolución descendente generalizada de los tipos de interés en los mercados interiores. Probablemente, la financiación otorgada al sector privado por el sistema crediticio y los mercados monetarios alcanzará una tasa cercana al 7,5 %, mientras que la correspondiente a las administraciones públicas se situará en el entorno del 32 %. Se prevé que los activos frente al exterior del sistema crediticio aumentarán ligeramente en términos netos, pues, seguramente, las cuantiosas pérdidas de reservas registradas en el período han quedado más que compensadas por la disminución de pasivos exteriores de las entidades bancarias, resultante de la intensa amortización de préstamos exteriores. Se estima que a lo largo de 1985 el tipo de cambio efectivo real frente a la CEE, medido por los precios al consumo, se ha depreciado en torno al 5,7 %, en tanto que, frente al dólar americano, la peseta se ha apreciado en un 9 % en términos nominales, y aproximadamente un 5 %, en términos reales. Como consecuencia de ambos resultados, el tipo de cambio efectivo real frente al

### 13. Tipos de interés (Ø)

Porcentajes

	Plazo d=día m=mes a=año	1984 DIC	1985		
			Medias mensuales		
			OCT	NOV	DIC
<b>BANCO DE ESPAÑA:</b>					
Préstamos de regulación	1 d.	12,5	11,0	10,7	10,8
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	12,0	9,5	9,3	9,3
Venta de pagarés del Tesoro	1 a. ó más	12,4	9,5	9,5	9,5
<b>TESORO:</b>					
Subasta de pagarés	18 m.	—	9,7	—	—
<b>INTERBANCARIO:</b>					
Depósitos y dobles	1 d.	12,1	9,0	10,5	9,9
Depósitos	3 m.	12,3	10,4	10,5	10,5
	6 m.	12,4	11,2	11,0	11,0
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	11,9	9,5	9,5	9,5
	6 m.	12,3	9,6	9,4	9,4
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	12,2	9,7	9,4	9,4
<b>MERCADO MONETARIO BURSATIL:</b>					
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	12,2	9,4	9,2	9,2
<b>BANCARIOS</b>					
Depósitos de la banca	1 a.	11,7	10,4	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	11,5	10,3	...	...
Crédito de la banca (a)	1-3 a.	17,4	16,6	...	...
Crédito de las cajas (a)	1-3 a.	16,7	16,1	...	...
<b>RENTABILIDADES BURSATILES</b>					
Deuda pública	2 a. ó más	13,9	12,6	12,1	12,3
Obligaciones eléctricas	3 a. ó más	18,3	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.

conjunto de los países desarrollados se ha depreciado un 1,4 % (véase cuadro 15). Por último, a lo largo del año 1985, el índice de precios al consumo ha alcanzado un crecimiento del 8,1 %.

La proximidad global entre los objetivos y la evolución observada de las distintas variables encubre, sin embargo, el diferente perfil que éstas han trazado en el transcurso del año 1985, y, sobre todo, las profundas transformaciones que durante dicho período han tenido lugar en los mercados financieros.

En efecto, el crecimiento de los activos líquidos del público al 13 %, es el resultado de un avance muy desigual en los dos semestres del año. En el primero de ellos, el ritmo de expansión medio fue del 17,2 %, descendiendo hasta una tasa media del 8,9 % en el segundo. A pesar de estas desiguales tasas de crecimiento, la política instrumentada en el conjunto del año fue, en general, holgada, y se reflejó en los mercados monetarios en un descenso de los tipos de interés, pues, exceptuando el segundo trimestre del año en que el desbordamiento de los objetivos obligó a las autoridades a endurecer su política monetaria, con la consiguiente alza de tipos de interés, puede afirmarse que la evolución de éstos ha seguido un continuo perfil descendente (véase cuadro 13).

En los primeros meses de 1985, el crecimiento monetario atendió al fuerte avance de las necesidades financieras del sector público, al incremento en los ritmos de financiación al sector privado y al aumento de la demanda de ALP, que se produjo en los meses previos a la entrada en vigor de la ley que modificaba la fiscalidad de los activos financieros. En la segunda mitad del año, el descenso de la demanda de ALP y la reducción de los ritmos de crecimiento de la financiación concedida a las administraciones públicas por el sistema crediticio y de los fondos otorgados por éste al sector privado, hicieron posible que coincidieran una caída de los tipos de interés en los mercados monetarios y un retorno a la senda central de objetivos de los activos líquidos del público.

Desde la mitad de 1983 y a lo largo de todo el año 1984, los tipos de interés de los mercados monetarios habían registrado un continuo descenso. Sin embargo, los tipos de interés de las operaciones de activo negociadas a precio fijo por las instituciones bancarias, más lentos generalmente en reaccionar, no iniciaron esta caída hasta mediados y, en algunos casos, hasta finales de 1984. La disminución de tipos acabó por incidir en la demanda de crédito del sector privado en los últimos meses del año. Este impulso de la demanda fue fácilmente atendido por las instituciones bancarias. En estas circunstancias, cuando

en los primeros meses de 1985 se aceleraron las necesidades financieras del sector público, la demanda de crédito privado siguió reactivándose y se incrementó la demanda de activos financieros incluidos en ALP, se permitió un crecimiento monetario superior al programado. Varias son las razones en las que se apoyó tal decisión. Por una parte, no se quería obstaculizar el proceso de reactivación del crédito privado recientemente iniciado, a la vista del desaliento que mostraban los indicadores sobre los niveles de actividad en aquellos momentos. Por otra, se estimaba que la mayor apelación de las administraciones públicas a los mercados financieros respondía a factores estacionales y, por tanto, transitorios (1). Y, por último, se entendía que el aumento de la demanda de ALP no respondía a un crecimiento del gasto nominal, sino que tenía seguramente un carácter transitorio, que se relacionaba, primordialmente, con el trato fiscal favorable que la nueva ley de activos financieros otorgaba a los activos con plazo de amortización inferior a un año, emitidos hasta su entrada en vigor. En efecto, esta regulación provocó, en los primeros meses de 1985, incrementos sustanciales de pagarés bancarios y efectos de propia financiación, en sustitución tanto de instrumentos incluidos en ALP como de activos financieros situados fuera de este agregado.

Durante el primer trimestre de 1985, el Banco de España no puso obstáculos a la expansión de los agregados monetarios, otorgando cuanta liquidez le era demandada por el sistema, a tipos muy estables, situados en el entorno del 12,5 % - 12,25 %. El resultado de esta política fue un nuevo descenso de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios y de los practicados por las instituciones bancarias. Por el contrario, el rendimiento interno de la deuda pública y la relación dividendo-precio de las acciones eléctricas, después de un estancamiento en el primer caso y de un nuevo descenso en el segundo, experimentaron una inflexión al alza, como señal, seguramente, de la creencia de los operadores del mercado de que el proceso de descenso de los tipos de interés estaba próximo a agotarse, dada la evolución desfavorable que se observaba en la tasa de inflación en aquellos momentos.

Al término del primer trimestre, las autoridades monetarias fueron conscientes de que esta tendencia expansiva no debía prolongarse por más tiempo. La desfavorable evolución de los precios de consumo en los primeros meses del año podía ser más intensa en el futuro inmediato, debido a la incidencia de las continuas apreciaciones del dólar sobre los precios

(1) Los factores de estacionalidad no corrigen aún completamente este fenómeno.

#### 14. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	Porcentajes			
	1984 DIC	OCT	NOV	DIC
<b>EUROMERCADO A 3 MESES:</b>				
Dólar	8,9	8,1	8,0	8,0
Franco suizo	4,9	4,5	4,0	4,2
Marco	5,6	4,7	4,6	4,7
Yen	6,3	6,4	7,9	7,5
Franco francés	10,7	10,1	9,2	11,1
Libra esterlina	9,8	11,5	11,5	11,7
<b>Media ponderada (a)</b>	<b>7,8</b>	<b>7,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,0</b>
<b>Diferencial medio (b)</b>	<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>

(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.

de los productos importados y la próxima reducción de las retenciones del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas. En consecuencia, durante el segundo trimestre del año, instrumentaron una política monetaria más ajustada. Esta decisión coincidió con una aceleración de las necesidades financieras del sector público, que alcanzaron en el trimestre una tasa media del 40 %, y con un crecimiento del crédito al sector privado, que registró tasas en torno al 9 %. La mayor disciplina aplicada en la oferta de activos de caja al sistema bancario elevó rápidamente los tipos de interés de los mercados monetarios, tanto a corto como a largo plazo, y en el mercado interbancario el tipo de las operaciones con depósitos a uno y tres meses aumentó en torno a 2 puntos porcentuales entre marzo y junio.

La evolución distendida de los mercados financieros interiores durante los cuatro primeros meses del año y la expectativa de un crecimiento persistente de la tasa de inflación terminaron reflejándose en los mercados cambiarios de la peseta a partir del mes de febrero. La cotización de la peseta se vio afectada por esta percepción, pese a que el Banco de España intervino vendiendo 1.145 m. de dólares a lo largo del primer semestre, si bien hay que considerar que una parte importante de esta pérdida de reservas vino explicada por el considerable volumen de amortizaciones anticipadas de financiación exterior que se registró en el período. Dichas cancelaciones se vieron facilitadas por una política liberal de autorización previa de las mismas por el Banco de España.

A partir del mes de julio, y a raíz de los problemas que se suscitaron en el seno del Sistema Monetario Europeo que llevaron a un posterior reajuste de paridades, se desató un proceso de expectativas pesimistas sobre la peseta, que elevó notablemente el saldo de ventas a plazo de dólares del Banco de España. En tales circunstancias, en el tercer trimestre del año, las autoridades monetarias suspendieron las autorizaciones para amortizar préstamos exteriores anticipadamente. Esta medida, junto con la ampliación del diferencial descubierto entre tipos interiores y exteriores, derivada de las actuaciones en los mercados monetarios durante el trimestre anterior, favoreció el retorno a la normalidad de los mercados cambiarios. Las autoridades aprovecharon la debilidad manifestada por el dólar estadounidense en la última parte del año para mantener estable el tipo de cambio real frente a los países desarrollados, aceptando, al propio tiempo, que la peseta se depreciara suavemente frente a las monedas de la Comunidad.

A lo largo del segundo semestre, los agregados monetarios experimentaron un brusco giro, registrando unos ritmos medios de crecimiento situados en torno al 8,5 %. A pesar de esta acusada desaceleración, los tipos de interés descendieron marcadamente, tanto a corto como a largo plazo. Este comportamiento, aparentemente contradictorio, tiene una explicación básica en las alteraciones legales que incidieron en los mercados financieros durante este período. Las necesidades de endeudamiento de las administraciones públicas se redujeron notablemente en la segunda mitad del año, pasando a crecer a tasas del 25 %, y, en el tercer trimestre, el crédito al sector privado experimentó una profunda reducción, que, posteriormente, remitió en los últimos meses del año, cuando volvieron a autorizarse amortizaciones anticipadas de préstamos exteriores. Pero estos factores no parecen de suficiente intensidad para fundamentar el citado descenso simultáneo de los tipos de interés y de las tasas de crecimiento de los activos líquidos del público. Por el contrario, esta evolución probablemente vino causada por un desplazamiento a la baja de la demanda de ALP. Esta conjetura, que ha ido confirmándose a medida que transcurría la segunda mitad del año, relaciona la evolución de los mercados financieros con el anuncio de la implantación del impuesto sobre el valor añadido y con la entrada en vigor de la nueva ley de activos financieros a partir del 31 de mayo de 1985.

En efecto, desde el mes de junio, los ritmos de crecimiento de los pasivos bancarios incluidos en los ALP, cuyas rentabilidades se veían mermadas por la nueva ley sobre fiscalidad de activos financieros, sufrieron acusados descensos. En un primer momento,

se observaron en los mercados financieros fuertes desplazamientos desde dichos instrumentos hacia los pagarés del Tesoro, pero, ulteriormente, la continua caída de sus tipos de interés redujo el impulso inicial de la demanda de estos títulos e incrementó la apatencia por las colocaciones de riqueza en bienes reales. Este hecho indujo, seguramente, una cancelación de pasivos financieros por parte de los vendedores, que se reflejó en un descenso del crédito al sector privado en el tercer trimestre. La mayor demanda de activos reales se vio, además, favorecida por la promulgación del RD 1167/1985, de 11 de septiembre, sobre medidas de política económica, que incorporaba cláusulas ventajosas para este tipo de inversiones. A estos factores se sumó, asimismo, la influencia del anuncio de la entrada en vigor del IVA a partir del 1 de enero de 1986. Este cambio en la fiscalidad incidió notablemente en el sector de la vivienda, ocasionando un adelanto de las adquisiciones planeadas para un futuro más o menos próximo a los últimos meses de 1985. En consecuencia, en la segunda mitad del año, se asistió a una redistribución de la riqueza del público en favor de los activos reales y en contra de los activos financieros.

La instrumentación de la política monetaria practicada por el Banco de España trató de que estas perturbaciones no provocasen fuertes desequilibrios en los mercados monetarios. A pesar de ello, estas modificaciones se reflejaron en cambios estructurales importantes, entre los que cabe destacar la segmentación del mercado interbancario entre las operaciones de depósito y las operaciones con garantía de pagarés del Tesoro. A partir de la entrada en vigor de la nueva ley, estos títulos pasaron a ser el único activo financiero sin retención y con posibilidades de evasión fiscal. Ello condujo a un incremento de su demanda, más intenso en los plazos más largos, por ser, lógicamente, los más atractivos para quienes buscaban los incentivos fiscales de dichos títulos. Este hecho se reflejó en la ampliación del diferencial de tipos de interés entre las operaciones interbancarias con depósitos y las realizadas con pagarés del Tesoro, llegando a observarse diferencias de casi 2 puntos para las operaciones a 6 meses y descendiendo progresivamente con la disminución del plazo.

#### 15. Tipos de cambio (Ø)

Situación en DIC 1985	Variaciones (Porcentajes) (a)						
	Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1984			
	OCT	NOV	DIC	OCT	NOV	DIC	
<b>TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:</b>							
Del dólar frente a:							
Marco	2,517	-6,7	-2,0	-3,0	-14,4	-16,4	-19,3
Países desarrollados (b)	127,0 (c)	-5,6	-1,7	-1,3	-8,4	-10,1	-11,4
De la peseta frente a:							
Dólar	156,1	4,2	1,2	2,3	5,8	7,4	9,1
Franco suizo	74,1	-3,0	-0,7	1,2	-10,9	-11,6	-10,3
Marco	62,0	-2,7	-0,7	-0,8	-10,2	-10,9	-11,8
Yen	76,9	-5,4	-4,0	1,9	-8,5	-13,0	10,8
Libra esterlina	226,1	0,3	-0,1	1,6	-12,3	-12,5	-10,7
Franco francés	20,3	-2,8	-1,0	-0,5	-10,7	-11,7	-12,2
CEE (b)	76,1 (d)	-2,2	-0,6	-0,1	-8,4	-9,0	-9,1
Países desarrollados (b)	67,7 (d)	-1,0	-0,3	0,6	-5,2	-5,5	-5,0
Principales acreedores (e)	49,9 (d)	1,7	-0,4	1,7	0,5	0,1	1,8
<b>TIPOS DE CAMBIOS REALES (f):</b>							
De la peseta frente a:							
Dólar	63,27 (d)	4,7	1,5	2,8	10,1	11,7	14,5
CEE (b)	94,46 (d)	-2,1	-0,1	0,3	-5,9	-6,0	-5,7
Países desarrollados (b)	85,62 (d)	-0,9	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-1,4

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø1980=82=100.

(d) Índice base: Ø1980=100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior (véase nota (a) del cuadro 14).

(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.

La política seguida en el segundo semestre del año fue, en realidad, más holgada de lo que cabría deducir al comparar los tipos de interés de las operaciones de depósitos en este período con los de la primera mitad del año, pues en los últimos meses deberían haber experimentado una elevación para recoger la penalización fiscal comparativa que soportaban.

La fuerte demanda de pagarés del Tesoro que el público ejerció, cuando las emisiones autorizadas para el año estaban prácticamente agotadas, llevó al Banco de España a instrumentar sus operaciones de drenaje mediante ventas en firme de pagarés de su cartera a partir del mes de septiembre, y hasta el cierre de 1985. Esta actuación introducía en el mercado pagarés del Tesoro con un plazo de vida más dilatado, atendiendo así la demanda existente, al tiempo que otorgaba al banco emisor un mayor margen de maniobra al final de 1985 y en los primeros meses de 1986.

El clima de tranquilidad ha sido la nota dominante en los mercados monetarios durante los últimos meses de 1985. Por el contrario, el cierre del año en los mercados cambiarios se ha caracterizado por una cierta especulación contra la peseta, localizada en los últimos días del mes de diciembre, fruto de la expectativa de un ajuste del tipo de cambio ante la entrada en la Comunidad Económica Europea, que aconsejó al Banco de España vender cantidades considerables de dólares. Una vez iniciado el año 1986 sin que tal expectativa se confirmase, los mercados han recuperado su ritmo normal, deshaciéndose las posiciones especulativas en dólares, lo que se ha traducido en un fuerte incremento de reservas a lo largo de la primera quincena del mes de enero.

## 6. La financiación de las administraciones públicas

En los once primeros meses de 1985, las necesidades de endeudamiento neto de las administraciones públicas (véase cuadro 16) experimentaron un notable aumento con respecto al mismo período del año anterior. Aunque el Estado, por su parte, incrementó su captación neta de fondos desde 1.142 m.m. para el período enero-noviembre de 1984 hasta 1.378 m.m. en 1985, debe destacarse la incidencia en esta desfavorable evolución de los otros componentes de las administraciones públicas. En efecto, la información disponible, aunque ciertamente fragmentaria, apunta hacia un deterioro sensible en el saldo de las operaciones financieras de la Seguridad Social y del resto de entidades del sector público.

Con todo ello, la financiación concedida al sector público por el sistema crediticio y por los mercados monetarios creció, en el período de referencia, a un ritmo del 30 % anual. Este crecimiento fue mucho más rápido (39 %) en el primer semestre, lo que, sin duda, tuvo una notoria repercusión en los mercados financieros e incidió en las perturbaciones que estos sufrieron en el segundo trimestre del año.

Una visión general de lo que ha sido la financiación del Estado en los once primeros meses de 1985 debe distinguir nítidamente dos períodos. En el primer semestre del año, y debido, en gran medida, a factores estacionales, el endeudamiento del Estado se incrementó muy rápidamente: las necesidades netas de financiación del Estado para el período enero-junio sobrepasaron la cifra del billón de pesetas. A pesar de ello, el Tesoro no tropezó, en los primeros meses del año, con especiales dificultades para financiarse, particularmente en los mercados de deuda a corto plazo, e incluso en los mercados de deuda a largo. A pesar del curso descendente de los tipos de interés impuesto en las subastas de pagarés del Tesoro, la debilidad de la demanda privada de crédito indujo a las entidades a acudir a ellas, dado que, además, contaban con una fácil recolocación de sus excedentes a través de acuerdos de retrocesión con los agentes del sector privado. Por otra parte, el Banco de España debió incrementar considerablemente su cartera, con el fin de disponer de un saldo suficiente para las operaciones de regulación. De esta forma, hasta el mes de abril, el Tesoro había colocado 1,2 billones netos de títulos de deuda a corto, al tiempo que las emisiones de títulos a medio y largo plazo de este primer cuatrimestre (148 m.m.) también se colocaron con facilidad, dada la pujante demanda de las instituciones financieras y del sector privado.

A partir del mes de mayo, sin embargo, esta demanda de títulos públicos, tanto a corto como a largo plazo, sufrió una acusada caída, atribuible al empeoramiento en las expectativas de tipos de interés, fruto, a su vez, de la desfavorable evolución de los precios en los primeros meses del año y del elevado ritmo de crecimiento que mostraban los agregados monetarios. A partir de este momento, y ante la renuencia del Tesoro a elevar los tipos de sus instrumentos, el Banco de España pasó a representar un papel mucho más importante en la financiación del Estado, tanto a través de la concesión de anticipos como de la suscripción de pagarés.

En el segundo semestre del año, el ritmo de endeudamiento del Tesoro remitió sensiblemente, fenómeno que no fue ajeno a la distensión observable en este período en los mercados financieros. El Te-



soro redujo radicalmente sus emisiones de títulos a corto y a largo, e incrementó de forma moderada sus saldos deudores con el Banco de España y con el exterior, dentro de una tónica general de escasas dificultades para la obtención de la financiación requerida.

En el cuadro 16, se observan en detalle las características de la financiación del Estado en el período enero-noviembre de 1985. Sus necesidades financieras se cubrieron fundamentalmente a través de la emisión de deuda negociable, tanto a corto (1.136 m.m.) como a largo plazo (234 m.m.). El recurso al Banco de España aportó 236 m.m. Debe recordarse que las enormes diferencias que se observan en estas partidas entre 1984 y 1985 tienen su origen en el proceso de consolidación de certificados de regulación monetaria en pagarés del Tesoro, que se produjo en los primeros meses de 1984. Por su parte, las colocaciones de deuda no negociable muestran una disminución que debe atribuirse a dos factores: en primer lugar, a la inclusión en esta rúbrica de los 440 m.m. de

deuda emitidos en 1984 para el saneamiento de los bancos de Rumasa, de los cuales 19 m.m. se amortizaron en 1985, y, por otra parte, a la modificación, en febrero de 1985, del coeficiente de inversión. Debe destacarse, por último, que la financiación neta obtenida por el Estado en el exterior fue de -92 m.m. (1), frente a 142 m.m. en 1984. En la primera parte del año, el Tesoro, habida cuenta de las mejores condiciones existentes en los mercados financieros nacionales e internacionales, anticipó la amortización de créditos por un importe de unos 200 m.m., que sólo en parte fueron refinanciados en el exterior.

Por lo que se refiere al resto de las administraciones públicas, el aumento de las necesidades de financiación de «otros organismos e instituciones» refleja, en primer lugar, la evolución más desfavorable de los organismos autónomos administrativos, aunque también las corporaciones locales y las comuni-

(1) La cifra de -8 m.m. incluida en el cuadro 16 incorpora 84 m.m. de créditos exteriores del INI asumidos por el Estado.

#### 16. Financiación de las administraciones públicas

m.m.

	ENE-SEP		ENE-NOV	
	1984	1985	1984	1985
<b>1. NECESIDAD (-) DE ENDEUDAMIENTO NETO. (2+3+4+5)</b>	<b>-934</b>	<b>-1.274</b>	<b>-834</b>	<b>-1.273</b>
<b>2. Estado</b>	<b>-1.097</b>	<b>-1.354</b>	<b>-1.142</b>	<b>-1.378</b>
<b>Variación de activos financieros</b>	<b>603</b>	<b>345</b>	<b>622</b>	<b>345</b>
Dotaciones al Crédito Oficial	151	116	168	116
Contrapartida de pasivos asumidos	-	183	-	183
Otros activos netos	452	46	454	46 (a)
<b>Variación de pasivos financieros</b>	<b>1.805</b>	<b>1.806</b>	<b>1.672</b>	<b>1.786</b>
Mercado de valores	3.130	1.441	3.419	1.484
<i>Pagarés del Tesoro (b)</i>	<i>2.445</i>	<i>1.134</i>	<i>2.691</i>	<i>1.136</i>
<i>Deuda a medio y largo plazo</i>	<i>119</i>	<i>207</i>	<i>141</i>	<i>234</i>
<i>Cédulas para inversiones y deuda RDL/8/1984</i>	<i>575</i>	<i>73</i>	<i>596</i>	<i>87</i>
<i>Deudas asumidas</i>	<i>-9</i>	<i>27</i>	<i>-9</i>	<i>27</i>
Sector exterior (c)	95	-2	112	-8
Emisión de moneda metálica	13	13	16	14
Créditos interiores asumidos	-	60	-	60
Recurso al BE (d)	-1.433	294	-1.875	236
<b>Depósitos y desfases</b>	<b>105</b>	<b>107</b>	<b>-92</b>	<b>63 (a)</b>
<b>3. Seguridad Social</b>	<b>94</b>	<b>129</b>	<b>188</b>	<b>104 (e)</b>
<b>4. Otros organismos e instituciones</b>	<b>68</b>	<b>-42</b>	<b>132</b>	<b>41 (e)</b>
<b>Variación de activos financieros</b>	<b>104</b>	<b>39</b>	<b>199</b>	<b>159</b>
<b>Variación de pasivos financieros</b>	<b>36</b>	<b>81</b>	<b>67</b>	<b>118</b>
Valores	18	34	28	36
Créditos	18	47	39	82
<b>5. Cuentas restringidas de recaudación</b>	<b>1</b>	<b>-7</b>	<b>-12</b>	<b>-40</b>

(a) Dato correspondiente al mes de octubre.

(b) Valores efectivos.

(c) Incluye créditos exteriores asumidos.

(d) Préstamos y anticipos.

(e) Estos datos corresponden a estimaciones con base en el mes de septiembre.

## 17. Mercados de deuda pública (a)

m.m.

	ENE-SEP		ENE-NOV	
	1984	1985	1984	1985
<b>EMISIONES NETAS (b)</b>	<b>2.954</b>	<b>1.664</b>	<b>3.305</b>	<b>1.697</b>
<b>Pagarés del Tesoro</b>	<b>2.818</b>	<b>1.423</b>	<b>3.119</b>	<b>1.425</b>
<i>Emisiones brutas</i>	3.245	4.026	3.685	4.076
<i>Amortizaciones</i>	427	2.603	566	2.651
<b>Deuda a medio y largo plazo</b>	<b>136</b>	<b>241</b>	<b>186</b>	<b>272</b>
Del Estado (c)	118	207	158	236
<i>Emisiones brutas</i>	169	256	292	286
<i>Amortizaciones</i>	51	49	134	50
De las comunidades autónomas y las corporaciones locales	18	34	28	36
<b>COLOCACIONES</b>	<b>2.954</b>	<b>1.664</b>	<b>3.305</b>	<b>1.697</b>
<b>Sistema crediticio y SMMD</b>	<b>2.924</b>	<b>1.424</b>	<b>3.267</b>	<b>1.329</b>
Pagarés del Tesoro	2.803	1.338	3.071	1.202
Deuda del Estado a largo (d)	103	52	168	91
Deuda de las comunidades autónomas y corporaciones locales	18	34	28	36
<b>Resto</b>	<b>30</b>	<b>240</b>	<b>38</b>	<b>368</b>
Pagarés del Tesoro	15	85	48	223
Deuda del Estado a largo (d)	15	155	-10	145
<b>PRO MEMORIA:</b>				
Cesión temporal de pagarés del Tesoro al público por el sistema crediticio y las SMMD	170	949	211	1.121

- (a) Incluye, únicamente, las emisiones de deuda pública negociable.  
 (b) Valores nominales.  
 (c) Incluye las reinversiones por canjes y las deudas asumidas por el Estado.  
 (d) Las cifras de noviembre de 1985 son estimaciones.

dades autónomas intensificaron su recurso al crédito y a la colocación de títulos de renta fija en las cajas de ahorro.

En el cuadro 17, se ofrece un resumen de la evolución de los mercados de deuda pública en el período de referencia. Al igual que en el año pasado, las colocaciones de títulos fueron intermediadas, en su mayor parte (más del 80 %), por el sistema crediticio y por las SMMD. Sin embargo, cabe destacar la recuperación en las compras, de títulos de deuda a largo y de las adquisiciones en firme de pagarés del Tesoro por parte del sector privado. Las compras de este último instrumento por el Banco de España sólo alcanzaron 160 m.m. netos, mientras que el saldo de pagarés cedidos al sistema crediticio y a las SMMD descendió en 175 m.m.

Estas entidades, por su parte, desarrollaron un intenso proceso de colocación de pagarés entre el público, a través de acuerdos de retrocesión. Los agentes del sector privado, si bien no manifestaron un especial interés en los primeros meses del año por la compra en firme de pagarés del Tesoro, cuyos saldos fuera del sistema crediticio se incrementaron en

cantidades bastante modestas, desplazaron una parte muy considerable de su ahorro hacia las operaciones de compra de pagarés del Tesoro con pacto de reventa, que en el período enero-noviembre de 1985 alcanzaron un total de 1.121 m.m. netos, convirtiéndose en el activo de más aceptación entre los ahorradores. El masivo trasvase de fondos hacia este instrumento se funda, como ya se hizo ver en el anterior informe de coyuntura, en el favorable tratamiento fiscal de los pagarés del Tesoro con respecto a otros instrumentos a corto plazo, a partir de la nueva ley sobre fiscalidad en los activos financieros, y, por otra parte, en la ventaja que supone para las entidades que los ofrecen su exención de coeficientes.

Por su parte, el mercado de deuda a medio y largo plazo mostró una actividad mayor que en el año precedente, sobre todo en la primera mitad del año. Las entidades bancarias, al igual que en 1984, se mostraron bastante activas en la suscripción de estos títulos, aunque la mayor parte de las suscripciones corrió a cargo de los agentes del sector privado. Dentro de éste, una parte muy considerable de las suscripciones debe atribuirse a las compañías de seguros,

aunque las empresas no financieras y las familias incrementaron de forma notoria sus tendencias de estos instrumentos.

El mercado secundario de deuda del Estado experimentó un sensible aumento en su nivel de contratación, con una cifra superior a los 50 m.m. para el período enero-noviembre (con un 50 % más que el año anterior). El rendimiento interno de los títulos de la deuda, que en la primera parte de 1985 se mantuvo estabilizado en torno al 13,5 %, después de una aguda caída en los últimos meses del año anterior, inició, a partir del mes de mayo, un curso ascendente, hasta alcanzar, en el mes de julio, la cota del 14,5 %. Con posterioridad, descendió rápidamente, para situarse, al final del período de referencia, alrededor del 12 %.

## 7. La financiación del sector privado

Durante los once primeros meses de 1985, el sector de familias y empresas amplió el importe de la financiación neta concedida al resto de los sectores hasta 1.645 m.m., frente a 1.284 m.m. en el mismo período del año anterior. De forma similar a lo que ocurriera en 1984, el crecimiento de los pasivos financieros del sector alcanzó en 1985 tasas bastante modestas, mientras que la adquisición de activos financieros, tras acelerarse de forma notoria en los primeros meses del año, remitió a partir de los meses de verano, de forma que, para todo el período de referencia, se situó en tasas sólo ligeramente superiores a las del año anterior. No obstante, esta similitud aparente en las cifras globales de 1984 y 1985 encubre diferencias muy notorias en cuanto a los instrumentos de captación de pasivos y absorción del ahorro en uno y otro año.

La tasa de incremento, en términos desestacionalizados, de la financiación recibida por el sector privado en el período enero-noviembre de 1985 fue del 14,2 % anual, frente a 12,6 % en el mismo período del año anterior. La demanda de crédito a las instituciones financieras registró una cierta recuperación, especialmente manifiesta en el primer semestre. La reducción operada en los tipos activos de las instituciones de crédito en los primeros meses del año, continuación de la tendencia iniciada en el segundo semestre de 1984, marcó el fin de la política de cancelación de estos pasivos que los agentes del sector privado habían seguido en el año anterior. La mejora en las condiciones del crédito interno, en contraposición a las que prevalecían en los mercados exteriores, provocó una corriente de amortizaciones anticipadas de créditos en divisas, que, en gran medida,

fueron sustituidos por créditos en pesetas, al tiempo que el mercado primario de pagarés de empresa mostraba una gran actividad.

Este aumento en la demanda de financiación en los mercados interiores por el sector privado, junto con el rápido incremento del endeudamiento público, determinó, en el primer semestre del año, un elevado crecimiento de los activos líquidos en manos del público, que para el período enero-junio crecieron a una tasa anual del 17,2 %. A partir del fin del primer cuatrimestre, el Banco de España comenzó a instrumentar una política algo más restrictiva, que tuvo efectos inmediatos, en forma de una gradual elevación de los tipos de interés.

En los meses de verano, la demanda de activos líquidos por parte del público remitió bruscamente, fenómeno al que, como ya se ha explicado, no es ajena la aplicación de la nueva normativa fiscal sobre los activos financieros, que penaliza la mayor parte de los instrumentos incluidos en ALP —con excepción de los pagarés del Tesoro—, con respecto a instrumentos a más largo plazo o activos reales.

A partir del mes de septiembre, se produjo, como consecuencia de ello, un nuevo descenso en los tipos y en la tensión en los mercados, a lo que colaboraron la disminución en las necesidades financieras del sector público y el tono más bajo de la demanda privada de crédito en esta parte del año. La tasa de expansión de ALP fue descendiendo paulatinamente hasta situarse en el 13,0 % (tasa anual noviembre sobre diciembre de 1984), al tiempo que se incrementaba la corriente de adquisiciones de activos excluidos de este agregado. Así, se estima que el conjunto de los activos financieros del sector creció, en el mismo período, a una tasa anual del 14,2 %.

Estos acontecimientos implicaron importantes desplazamientos de fondos dentro de los diversos instrumentos financieros de colocación del ahorro privado. Como ya se ha expresado, el factor determinante de estos movimientos fue de índole fiscal. Las expectativas creadas a comienzos del año por la nueva ley produjeron una corriente de renovación de activos con vencimientos próximos, así como de nuevas compras de instrumentos comparativamente beneficiados por su implantación. Por consiguiente, en los primeros meses del año se incrementaron, de manera considerable, los saldos de pagarés bancarios y de empresa, y los de pagarés del Tesoro cedidos temporalmente por las entidades bancarias. A partir del mes de mayo, y con la ley ya en vigor, las adquisiciones de activos financieros se dirigieron, mayoritariamente, hacia los pagarés del Tesoro con pacto de retrocesión, exentos de retenciones para el

## 18. Financiación del sector privado

m.m., %

	ENE-SEP		ENE-NOV	
	1984	1985	1984	1985
<b>CAPACIDAD DE FINANCIACION (+)</b>	<b>1.382</b>	<b>1.589</b>	<b>1.284</b>	<b>1.645</b>
<b>Variación de activos financieros</b>	<b>2.128</b>	<b>2.209</b>	<b>2.454</b>	<b>2.765</b>
Disponibilidades líquidas	1.286	658	1.457	529
<i>Efectivo</i>	61	72	20	48
<i>Depósitos a la vista</i>	-112	35	-21	60
<i>Depósitos de ahorro</i>	72	288	51	297
<i>Depósitos a plazo</i>	1.265	263	1.406	124
<i>Imposiciones ordinarias y certificados de depósito</i>	(-305)	(161)	(-313)	(416)
<i>Pagarés bancarios y efectos de propia financiación</i>	(1.570)	(102)	(1.719)	(-292)
Adquisición temporal de pagarés del Tesoro	170	949	211	1.121
Otros depósitos (a)	81	-112	96	29
Títulos del mercado monetario	173	256	297	377
Títulos de renta fija	189	220	150	319
Títulos de renta variable	199	246	211	338
Créditos al exterior	30	-8	32	52
<b>Variación de pasivos financieros</b>	<b>746</b>	<b>620</b>	<b>1.170</b>	<b>1.120</b>
Títulos del mercado monetario	139	15	203	-21
Títulos de renta fija	173	67	267	193
<i>Emisiones</i>	(173)	(105)	(267)	(231)
<i>Asumidos por el Estado</i>	(-)	(-38)	(-)	(-38)
Títulos de renta variable	184	302	229	335
Créditos	250	236	471	613
<i>De instituciones financieras (b)</i>	(70)	(573)	(293)	(1.071)
<i>Del exterior</i>	(180)	(-337)	(178)	(-458)
<b>PRO MEMORIA:</b>				
ALP (c)	21.866,0	24.840,0	22.179,0	25.110,7
ALP (*) (d)	14,7	13,9	14,1	13,0
Total activos financieros (*) (d)	12,9	13,6	12,6	14,2
Crédito interno (*) (d)	2,6	5,9	3,8	7,5
Total pasivos financieros (d)	3,9	4,7	4,8	5,3

(a) Incluye los depósitos de empresas públicas y organismos autónomos comerciales e industriales.

(b) Incluye los créditos a empresas públicas y organismos autónomos comerciales e industriales.

(c) Saldo al fin del período de referencia.

(d) Tasa anual de variación.

ahorrador y de coeficientes para las instituciones financieras. En el segundo semestre, período en el que la expansión de los activos líquidos del sector fue mucho más moderada, este instrumento siguió siendo el más favorecido por los inversores, aunque también se pudo observar una reactivación en las compras de pagarés del Tesoro en firme, y de títulos de renta fija y variable, cuya fiscalidad no había sido alterada por la nueva normativa.

En un repaso más detallado de la evolución de los activos financieros del sector privado, destaca, en primer lugar, el lento crecimiento de los activos que componen las disponibilidades líquidas.

Los depósitos en las instituciones bancarias sostuvieron un alto ritmo de crecimiento en los primeros

meses del año, centrado, casi exclusivamente, en los depósitos a plazo, y, dentro de ellos, en los pagarés bancarios, cuyos poseedores renovaron masivamente sus tenencias próximas al vencimiento antes de la entrada en vigor de la nueva ley fiscal. A partir del mes de mayo, los saldos de este instrumento han ido registrando un acusado descenso, mientras que los depósitos de ahorro y las imposiciones ordinarias a plazo experimentaban una cierta recuperación. La distribución de los depósitos por instituciones registra una notoria disimilitud entre los bancos —cuyos depósitos disminuyeron en 475 m.m. en el período de referencia— y las cajas —con un aumento de 800 m.m.—. Como contrapartida, la banca se mostró muchísimo más activa en la cesión temporal de pagarés del Tesoro, instrumento a través del cual captó un volumen de financiación de unos 860 m.m., frente a 200 m.m. de las cajas.

De todo ello se deduce la imposibilidad de desligar la evolución de los depósitos de la seguida por los otros instrumentos altamente sustitutivos de aquellos e incluidos dentro de los activos líquidos del público. La expansión de éstos, para el período que se analiza, resultó enormemente acelerada, destacando, en especial, las cesiones temporales de pagarés del Tesoro, cuyo saldo creció 1.121 m.m. El mejor trato fiscal de este instrumento lo situó en el primer lugar en las preferencias de los ahorradores privados, en perjuicio de los pasivos tradicionales de las entidades de crédito. En cuanto al resto de activos incluidos en ALP, las entidades de crédito colocaron entre el público 200 m.m. de empréstitos (bonos de caja y tesorería, y títulos hipotecarios). Por su parte, las adquisiciones en firme de pagarés del Tesoro por parte del público acusaron, hasta el mes de agosto, la competencia generada por las entidades crediticias a través de la cesión temporal de los mismos instrumentos y los efectos de la progresiva caída de los tipos ofrecidos en las subastas. Sin embargo, a partir de esa fecha, los saldos experimentaron una recuperación paulatina, hasta alcanzar 223 m.m. de suscripciones netas para el período enero-noviembre. Por último, y en lo que se refiere a pagarés de empresa, el ritmo de colocación, muy vivo en el primer trimestre, decayó apreciablemente a partir de entonces. En esta evolución cabe distinguir un factor de oferta y otro de demanda. El primero, y cronológicamente anterior, residió en la mejora en las condiciones de disponibilidad y precio del crédito para las empresas, a partir de los primeros meses del año. Por su parte, la demanda se retrajo enormemente, a partir de la aplicación de la nueva normativa fiscal. Todo ello explica la progresiva disminución del saldo de pagarés de empresa en circulación, a partir del mes de abril.

La suscripción de títulos de renta fija alcanzó un volumen de 319 m.m., cifra más de dos veces superior a la del año anterior. En el primer semestre del año, período en el que se concentró la oferta de títulos del Estado, los agentes del sector adquirieron deuda pública a largo por más de 150 m.m. En el segundo semestre, la actividad se centró en las obligaciones privadas: especialmente, títulos eléctricos y de Telefónica, hacia los cuales se desvió buena parte del ahorro privado.

Las adquisiciones de títulos de renta variable también experimentaron un considerable aumento, que señala un desplazamiento de los ahorradores hacia estos títulos, que, como los de renta fija, no vieron modificada su fiscalidad. Sin embargo, gran parte de este incremento corresponde a la importante cantidad (200 m.m.) de emisiones de empresas del INI, suscritas en su casi totalidad por el propio INI (insti-

tución incluida dentro del sector de familias y empresas no financieras).

En cuanto a los pasivos financieros del sector, los datos del cuadro 18 son suficientemente expresivos de los cambios operados en 1985. Desde el comienzo del año, la caída en los tipos de interés activos de la banca, que se había iniciado ya en el año anterior, estimuló la demanda de crédito a las instituciones financieras. Este hecho fue especialmente manifiesto en el caso de la banca, la cual aceleró su ritmo de concesión de créditos hasta alcanzar en el primer semestre tasas próximas al 10 % anual, en agudo contraste con la atonía de 1984. Las grandes empresas fueron concentrando progresivamente su financiación en el recurso a las instituciones financieras, reduciendo en forma notoria su endeudamiento exterior y restringiendo progresivamente su apelación a los mercados monetarios y de renta fija. En los meses de agosto y septiembre, y tras los trastornos financieros de la mitad del año, la demanda de crédito sufrió un desplome, para recuperarse a continuación, en un entorno de descenso de tipos y mayor estabilidad. De esta forma, los saldos del crédito de instituciones financieras al sector privado aumentaron, a lo largo del período de referencia, en 1.071 m.m., frente a menos de 300 m.m. en el año anterior.

Por el contrario, la financiación obtenida a través de créditos exteriores fue negativa, por importe de -458 m.m. Este hecho se explica por el fenómeno, ya repetidamente comentado, de un elevado volumen (unos 190 m.m.) de amortizaciones anticipadas, consecuencia de la mejora relativa de las condiciones del crédito interno en relación a la financiación obtenible en los mercados internacionales.

Las emisiones de pagarés de empresa, como ya se señaló, siguieron un curso muy irregular a lo largo de 1985. En el primer cuatrimestre, la tónica fue de gran actividad, en consonancia con la tendencia creciente del flujo de emisiones en el año anterior. A partir del mes de mayo, la cifra de emisiones se redujo sensiblemente por los motivos ya comentados, de forma que las amortizaciones fueron reduciendo el saldo de estos títulos en circulación. Las estimaciones realizadas apuntan hacia una cifra de emisiones netas negativa (del orden de -15 m.m.) para el período enero-noviembre de 1985.

Las emisiones de títulos de renta fija privada experimentaron una disminución con respecto a la cifra de 1984. La mayor parte de las emisiones netas del año correspondió a las empresas eléctricas, que colocaron títulos por más de 170 m.m. El resto de emisores —entre los que se incluyen las sociedades de

crédito hipotecario, el INI y Telefónica— apenas cubrió las amortizaciones del período.

Como ya se expuso, más del 60 % de las emisiones de acciones (335 m.m.) correspondió a empresas del INI. Cabe destacar, sin embargo, la actividad emisora de las empresas eléctricas (102 m.m.) y Telefónica (32 m.m.).

## 8. La balanza por cuenta de capital

En el período enero-noviembre de 1985, la balanza de pagos por cuenta de capital (véase cuadro 19) experimentó cambios muy importantes con respecto a la evolución seguida en el mismo período del año anterior.

En efecto, en los once primeros meses de 1984, el saldo de la balanza por cuenta corriente resultó positivo por un total de 201 m.m., lo que, sumado a la financiación neta positiva recibida del exterior (618 m.m.), permitió acumular reservas por importe de 819 m.m. (en el cuadro 19, esta cifra se desglosa en 787 m.m. de aumento de las reservas centrales y 32 en la posición al contado de las entidades delegadas). Por el contrario, en 1985, y a pesar de un saldo positivo en la balanza por cuenta corriente bastante superior (314 m.m.), el volumen de financiación neta otorgada al resto del mundo (477 m.m.) ocasionó una pérdida de reservas de 163 m.m. (272 m.m. de disminución en las reservas centrales; 109 m.m. de aumento en la posición de la banca delegada) (1).

Dado que los flujos de crédito e inversiones de España hacia el exterior registraron un aumento considerable en términos relativos, pero siempre dentro de unos niveles modestos, y que las inversiones extranjeras en España experimentaron un incremento, fueron los flujos de crédito del exterior hacia España los que determinaron la transformación radical de la balanza por cuenta de capital. Ya se señaló en el anterior informe de coyuntura que las causas de esta evolución radican en la reducción del recurso a los créditos exteriores, en el considerable aumento de las amortizaciones anticipadas de créditos en divisas

(1) Debe hacerse notar que las discrepancias que se observan entre los flujos del registro de caja y los datos de saldos presentados con el *Boletín Estadístico* del BE, tanto en lo que se refiere a reservas como a deuda exterior, corresponden a la revalorización, en términos de dólares, de la parte de estos activos y pasivos denominados en divisas diferentes del dólar. Ello se debió al curso descendente de la cotización del dólar frente a la mayor parte de las divisas de utilización común en las transacciones internacionales a lo largo de 1985.

y en la fuerte caída experimentada por la financiación exterior obtenida por las entidades bancarias, tanto en divisas como en pesetas convertibles.

La apelación bruta al crédito exterior, que en los once primeros meses de 1984 fue de 958 m.m., en 1985 descendió hasta 597 m.m. Esta reducción debe atribuirse, básicamente, al sector privado. Sin embargo, el sector público, que en los primeros meses del año, y ante la mejora en las condiciones del crédito, incrementó su captación bruta de fondos en los mercados exteriores con el fin de refinanciar créditos anteriormente concedidos, redujo, a partir del mes de mayo, su ritmo de endeudamiento exterior, lo que se tradujo en una pequeña reducción en el flujo de crédito bruto obtenido en los once primeros meses del año.

En la primera parte del año 1985, ante la situación muy distendida en los mercados interiores, tanto los agentes del sector público como los del sector privado anticiparon la amortización de parte de la deuda anteriormente contraída en el exterior, sustituyendo estos pasivos, fundamentalmente, por créditos interiores. Aunque en los meses posteriores estos pagos disminuyeron, debido a las mayores restricciones impuestas por las autoridades, se estima que las amortizaciones anticipadas alcanzaran 200 m.m. para el sector público y casi 190 m.m. para el sector privado, determinando el considerable aumento en el reembolso de créditos exteriores.

En último lugar, debe destacarse la considerable caída en los pasivos exteriores del sistema bancario. Por una parte, la corriente de reembolsos anticipados en los créditos exteriores se manifestó también en los créditos interiores denominados en divisas, que las entidades bancarias financian en el exterior. Además, los saldos en pesetas convertibles, que en el período enero-noviembre de 1984 se incrementaron en 220 m.m., en 1985 experimentaron un mínimo aumento de 3 m.m. Esta situación, al igual que otros desarrollos de la balanza de capital en el año 1985, tiene su origen en los primeros meses del año. En efecto, la situación de holgura de liquidez de los mercados internos en 1985, en comparación con la incertidumbre reinante a comienzos del 1984 con la implantación de los nuevos coeficientes, redujo la propensión de las entidades delegadas a endeudarse en el exterior para transformar estos fondos en pesetas convertibles. Aunque estos saldos experimentaron un cierto aumento hacia la mitad del año, reflejando el endurecimiento relativo de los mercados internos a partir del mes de abril, éste fue un fenómeno pasajero, retornando, a partir del verano, a la tónica inicial del año.

## 19. Movimientos exteriores de capital

m.m.

	ENE-SEP		ENE-NOV	
	1984	1985	1984	1985
<b>TOTAL (a)</b>	<b>-196</b>	<b>-240</b>	<b>-201</b>	<b>-314</b>
PRO MEMORIA: TOTAL EN MILLONES DE DOLARES	-1.157	1.467	-1.187	-1.931
<b>Capital a largo plazo</b>	<b>539</b>	<b>-114</b>	<b>560</b>	<b>-220</b>
<b>Financiación recibida</b>	<b>612</b>	<b>-39</b>	<b>653</b>	<b>-61</b>
Créditos a largo	383	-322	377	-433
<i>al sector público</i>	162	-14	162	-24
<i>Ingresos</i>	(312)	(338)	(398)	(359)
<i>Pagos</i>	(-150)	(352)	(236)	(-383)
<i>al sector privado</i>	221	-308	215	-409
<i>Ingresos</i>	(502)	(218)	(560)	(238)
<i>Pagos</i>	(-281)	(-526)	(-345)	(-647)
Inversiones	229	282	276	372
<b>Financiación otorgada (b)</b>	<b>-73</b>	<b>-75</b>	<b>-93</b>	<b>-159</b>
<b>Capital a corto plazo (c)</b>	<b>-98</b>	<b>-38</b>	<b>-108</b>	<b>-49</b>
<b>Movimientos monetarios</b>	<b>-637</b>	<b>-88</b>	<b>-653</b>	<b>-45</b>
Banco de España	-681	92	-787	272
<i>Reservas centrales</i>	-681	92	-787	272
<i>Otros</i>	-	-	-	-
Instituciones bancarias	44	-180	134	-317
<i>Posición al contado en moneda extranjera</i>	-69	-78	-32	-109
<i>Otras posiciones en moneda extranjera</i>	-40	-152	-54	-211
<i>Pesetas convertibles</i>	153	50	220	3
PRO MEMORIA: RESERVAS EN MILLONES DE DOLARES (d)	4.448	358	4.801	-512

(a) Igual, con signo contrario, al saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente (según registro de caja).

(b) Créditos a largo plazo e inversiones del sector público y del sector privado.

(c) Incluye desfases contables y diferencias de valoración.

(d) Variación en los saldos que incorpora los cambios en la valoración en dólares del resto de las divisas en las que se denominan las reservas.

A ello debe añadirse el que, como consecuencia de las mayores necesidades de cobertura de operaciones a plazo, y, sobre todo, de la autorización para dotar de moneda extranjera las provisiones por riesgos exteriores —incluido el riesgo país—, la posición al contado de la banca experimentó un aumento de 109 m.m., frente a un incremento de 32 m.m. en el año 1984. De esta forma, los pasivos exteriores netos de la banca disminuyeron, en el período enero-noviembre de 1985, en 317 m.m., frente a una financiación neta recibida de 134 m.m. en igual período del año anterior.

20-I-1986.

## Regulación financiera: cuarto trimestre de 1985

También durante el pasado trimestre, han sido muy numerosas las novedades registradas en materia de regulación financiera. En el campo de los coeficientes, se ha desarrollado toda la normativa del coeficiente de inversión, basada en los principios de reducción paulatina, relativa simplificación y progresiva homogeneización. A este mismo principio homogeneizador obedece la unificación, recientemente establecida, de los estados contables públicos de bancos y cajas de ahorro. A la actividad exterior de estas entidades afecta, por su parte, la creación de un nuevo estado contable semestral, destinado a recoger la distribución por países de las inversiones de sus filiales bancarias en el extranjero.

La regulación de los diferentes tipos de cuentas que las entidades delegadas pueden abrir a no residentes también ha experimentado modificaciones. Se han dictado normas relativas a la desaparición de las cuentas de ahorro del emigrante, a las repercusiones de los patrimonios constituidos en el exterior sobre la apertura y movimientos de las cuentas en divisas y en pesetas convertibles, y al funcionamiento de las cuentas extranjeras en pesetas ordinarias. Asimismo, se ha modificado el procedimiento para realizar remesas de billetes españoles entre las entidades delegadas y sus corresponsales bancarios extranjeros.

Para el Banco de España, ha sido levantada la anterior prohibición de ceder, enajenar, gravar o trasladar al extranjero sus existencias en metales preciosos. Respecto a su Central de Información de Riesgos, hay que señalar, además de algunas mejoras en la información que deben rendir las entidades de depósito, la incorporación de las sociedades de garantía recíproca, de la Sociedad de Garantías Subsidiarias y de la Sociedad Mixta del Segundo Aval, a las entidades informantes.

Otros intermediarios financieros cuya legislación ha resultado modificada son las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, para las que se han establecido nuevos modelos contables y un coeficiente de garantía; el crédito oficial, para el que se ha fijado el procedimiento de asunción por el Tesoro de determinadas pérdidas; las instituciones de inversión colectiva, que han visto completarse el desarrollo reglamentario de su nueva normativa; las entidades de financiación, para las que se ha concretado el régimen de las dotaciones a su provisión para insolvencias; y las entidades aseguradoras, cuya Comisión Liquidadora ha incrementado sus posibilidades operativas.

Pasando a los mercados financieros, la ley de Presupuestos Generales del Estado, al regular las emisiones públicas para 1986, ha establecido la posibilidad de que la deuda del Estado se instrumente de forma diferente



de los títulos tradicionales, creando el marco necesario para un mercado de anotaciones en cuenta, en el que suscripciones y transmisiones podrán hacerse sin la intervención de fedatario público. En relación a esto, se ha revitalizado y reformado la comisión encargada de estudiar los actuales sistemas de liquidación, compensación y depósito, en los mercados bursátiles. Por su parte, en el mercado de pagarés del Tesoro se amplían las posibilidades operativas de las entidades delegadas, al tiempo que se autoriza la incorporación a ellas de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, así como del Consorcio de Compensación de seguros a los intermediarios financieros. Cerrando este apartado, en el mercado hipotecario se ha autorizado la emisión de cédulas por parte de la Caja Postal de Ahorros y se han modificado los criterios de valoración de algunos bienes inmuebles.

Por último, se ha desarrollado reglamentariamente la ley 14/1985, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, concretando con gran rigor los deberes de colaboración tributaria de los retenedores, en general, y de las entidades de depósito, en particular.

## Entidades de depósito: nuevo coeficiente de inversión

Uno de los grandes temas incluidos en la ley 13/1985, de 25 de mayo (1) —las inversiones obligatorias de las entidades de depósito—, ha sido desarrollado reglamentariamente en los últimos meses, mediante el RD 2254/1985, de 20 de noviembre, una OM de 23 de diciembre de 1985 y la CBE número 34/1985, de 27 de diciembre.

Los rasgos más característicos de la nueva normativa son el descenso gradual de las inversiones obligatorias, su relativa simplificación, y la homogeneización, prácticamente total, de los activos computables para todas las entidades de depósito, salvo el Banco Exterior de España y las cajas rurales. Esta homogeneización, unida a que desde ahora la base de cálculo del coeficiente será la misma del coeficiente de caja, y a que los puntos de partida son muy diferentes, ha llevado a formular unos calendarios de adaptación sumamente complejos, que cada mes modifican la computabilidad de algunos activos, la base de cálculo y el porcentaje aplicable, y que, en algunos casos, se extienden hasta finales de 1990 (2).

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1985, págs. 50-51.

(2) El contenido de los diferentes calendarios de adaptación no cabe en este comentario. Aparte de la CBE 34/1985, véanse las notas al capítulo X del *Boletín Estadístico* del Banco de España.

Salvo para el Banco Exterior de España, el nuevo coeficiente se divide en dos tramos independientes: el de inversiones especiales y el de deuda del Estado y del Tesoro. El primero de ellos, cuyo nivel definitivo no será inferior al 13 %, tiene, a su vez, dos mínimos especiales. El primero, con un nivel del 8 %, acoge, para las cajas rurales, cédulas del Banco de Crédito Agrícola, y, para las restantes entidades, cédulas para inversiones, financiación de exportaciones de bienes de equipo a países que no formen parte de la CEE, y financiaciones de buques entregados a armadores nacionales, formalizadas antes del 31 de diciembre de 1988. El segundo mínimo especial sólo afecta a la banca e incluye préstamos participativos para la reconversión industrial y cédulas del Banco de Crédito Industrial. El nivel de este último mínimo continuará creciendo en 0,03 puntos mensuales hasta finales de 1986, fecha en la que dejará de existir, aunque los activos que incluye seguirán computando en el tramo general. Para todo el tramo, la base de cálculo es mensual y estará integrada, para bancos y cajas, por la media aritmética simple de los saldos diarios computables del mes anterior, tomando para los días festivos el saldo del día laborable anterior. Para las cooperativas, se tomarán los saldos del último día laborable del mes anterior. El nivel correspondiente de activos deberá alcanzarse el último día del mes para el que se calcula el coeficiente.

En el segundo tramo computan exclusivamente pagarés del Tesoro. Su nivel es del 10 %, según lo dispuesto en el RD 1844/1985, de 9 de octubre, que disminuyó en un punto el anterior coeficiente de pagarés del Tesoro, surgido del RDL 6/1984, de 8 de junio. Constituyen su base de cálculo, para bancos y cajas, los saldos computables en el coeficiente de caja mantenidos los días 10, 20 y último de cada mes (o el primer día hábil siguiente, si fuesen festivos); aplicándole el porcentaje que corresponda, se obtienen los activos de cobertura que la entidad debe mantener todos los días de la siguiente decena. Para las cooperativas de crédito, el porcentaje vigente se aplica a los saldos computables del último día del mes anterior, obteniendo el volumen de pagarés del Tesoro que la entidad debe mantener el último día del mes del coeficiente y todos los días sucesivos del mes siguiente, excluido el último. Para los dos tramos, las cooperativas de crédito podrán solicitar al Banco de España la aplicación de las formas de cómputo utilizadas por bancos y cajas.

Para el Banco Exterior de España, existe un único tramo, con un nivel mínimo final del 23 %, en el que computan exclusivamente las diferentes formas de crédito a la exportación. Tanto la base de cálculo como la forma de cómputo son iguales a las del tramo de inversiones especiales de los restantes bancos.

También ha sido objeto de nueva regulación la rentabilidad de las operaciones activas computables, introduciendo la novedad de vincular algunos tipos de interés al que hayan tenido los pagarés del Tesoro durante el semestre anterior.

Finalmente, ha quedado establecido un procedimiento común para compensar los déficit transitorios en que puedan incurrir las entidades de depósito, en relación a los coeficientes de caja e inversión. Consiste en la constitución de depósitos no remunerados en el Banco de España (las cajas rurales pueden hacerlo en el Banco de Crédito Agrícola), con un plazo igual al del incumplimiento y un importe del tanto al triple del déficit producido, según determinen el Banco de España o la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, de acuerdo con sus competencias. Se incoará expediente disciplinario cuando el Banco de España estime que los déficit no son transitorios y cuando la entidad afectada no esté de acuerdo con los hechos o con la compensación establecida.

La nueva normativa ha entrado en vigor el 1 de enero de 1986, salvo para el tramo de pagarés de las cooperativas de crédito, cuyos primeros activos computables serán los que mantengan el 31 de enero de 1986.

## Bancos y cajas de ahorro: balance y cuenta de resultados públicos

Los balances y cuentas de resultados públicos que periódicamente deben confeccionar bancos y cajas de ahorro eran, hasta ahora, diferentes, estando fijado su contenido, respectivamente, por sendas OOMM de 16 de julio de 1982 y 13 de abril de 1981. Estos estados contables, cuya difusión debe asegurar el Banco de España, tienen gran importancia, ya que en ellos se basa el contenido mínimo de las memorias, de la información periódica a remitir a bolsa, de los folletos de emisión, publicidad, etc.

La creciente homogeneización de la operativa de bancos y cajas de ahorro —que había llevado, por CBE núm. 19/1985, de 23 de julio (1), a establecer modelos comunes de los balances, cuentas de resultados y estados complementarios de carácter confidencial— ha aconsejado ahora unificar los modelos públicos de los citados estados contables, cuyo contenido establece una OM de 13 de noviembre de 1985. Esta orden ministerial ratifica las autorizaciones al Banco de España para: a) establecer los modelos confidenciales de to-

dos los estados contables, verificar el cumplimiento de las normas y elaborar las estadísticas correspondientes; b) requerir a las entidades la información que precise para el cumplimiento de sus funciones supervisoras e inspectoras; c) definir los conceptos contables y normas de valoración; d) establecer las correlaciones entre los estados contables públicos y confidenciales, y e) fijar la periodicidad y fecha de envío de las informaciones periódicas.

Los datos que reciba el Banco de España tendrán carácter confidencial y no podrán ser publicados, exhibidos ni comunicados, excepto en forma agregada, salvo al correspondiente fondo de garantía, por motivos de procedimiento en la incoación de expedientes, o por decisión de la autoridad judicial o administrativa competente.

Las modificaciones introducidas son esencialmente técnicas, buscando más la citada unificación que una mejora significativa de la información ofrecida. En el activo del nuevo balance público, destaca la introducción de la sectorización como criterio clasificatorio de las inversiones crediticias y su valoración, bruta en los subepígrafes, y neta en el total, al restar los fondos de provisión para insolvencias. La separación de estas inversiones en pesetas, moneda extranjera y operaciones de mediación, se establece como concepto «pro memoria».

En el pasivo hay que destacar una nueva clasificación de las reservas, un nuevo epígrafe destinado a las financiaciones subordinadas y la segregación de la financiación recibida del Banco de España y del correspondiente fondo de garantía de depósitos, respecto al resto de intermediarios financieros. Se ha procedido a sectorizar los acreedores, abriendo, además, un subepígrafe específico para los pagarés y efectos. En un concepto «pro memoria», se separa la financiación recibida en pesetas de la captada en moneda extranjera. Dentro de los empréstitos, los títulos hipotecarios se separan de los demás. Finalmente, al igual que en el activo, se ha abierto un nuevo subepígrafe que recoge las cuentas de periodificación.

Las cuentas de orden registran la incorporación de los avales, créditos documentarios y efectos redescantados o endosados, que antes figuraban en las cuentas patrimoniales de la banca. También ha variado la contabilización de los disponibles, que ahora figuran explícitamente, mientras que antes figuraba el principal.

Menores son las novedades en la cuenta de resultados. Comenzando por el debe, destaca la introducción de dos epígrafes destinados, respectivamente, a las diferencias de cambio y a las dotaciones a otros fondos

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985» en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, págs. 53-54.

especiales diferentes del de insolvencias. En el haber, además de separar las comisiones, según provengan de avales u otros servicios bancarios, sólo hay que mencionar el nuevo epígrafe correspondiente a las diferencias de cambio, la separación de los fondos especiales que han quedado disponibles, según fueran de insolvencias u otros, y la creación de un epígrafe destinado a los productos de ejercicios anteriores, que antes aparecían conjuntamente con la recuperación de activos en suspenso.

Desarrollando esta norma, la CBE núm. 33/1985, de 17 de diciembre, ha establecido las correspondencias entre los nuevos estados contables públicos y los confidenciales, tanto los vigentes en diciembre de 1985 (CCBE 16/1982 y 20/1981) como los aplicables a partir del 1 de enero de 1986 (CBE 19/1985), y no sólo para la información individualizada, sino también para las entidades que voluntariamente decidan publicar sus estados contables consolidados.

## Banca privada y cajas de ahorro: recursos y riesgos exteriores

La integración española en los sistemas estadísticos internacionales, la creciente importancia del negocio exterior de bancos y cajas, y las recientes normas de consolidación de balances han aconsejado completar y adaptar la información que dichas entidades rendían hasta ahora sobre sus riesgos por países.

Para ello, la CBE núm. 31/1985, de 6 de diciembre, ha establecido, en primer lugar, un nuevo estado contable semestral, el S.2, que recoge la consolidación de la distribución por países de las inversiones de sus filiales bancarias en el extranjero, entendiéndose por tal todo banco operante fuera de España, en el que la entidad española participe, directa o indirectamente, en porcentaje superior al 50 % de su capital. La entidad informante será la obligada a rendir el balance consolidado, según la CBE núm. 21/1985, de 21 de agosto, y el nuevo estado deberá presentarse antes de los días 20 de febrero y agosto de cada año.

A partir de la información correspondiente a diciembre de 1985, la nueva normativa suprime el estado T9B (creado por OCBE de 16 de marzo de 1984) de información de riesgos por países de las sucursales en el extranjero, recogido como estado T9 (segunda parte) en la CBE núm. 19/1985, de 23 de julio. Por otro lado, en el estado T9 se ha variado el plazo restante hasta el vencimiento, utilizado en la clasificación de activos, y se ha añadido un concepto «pro memoria» para recoger la distribución por países de los disponibles en cuentas de crédito.

## Cuentas de ahorro del emigrante: supresión

Como ya se comentó en el trimestre anterior en esta misma sección, la desaparición de las cuentas de ahorro del emigrante y el traspaso de sus saldos a cuentas en pesetas convertibles es una de las consecuencias de la simplificación de las cuentas extranjeras de pesetas, introducida por el RD 1723/1985, de 28 de agosto. A su vez, esta desaparición ha repercutido en numerosos estados contables, en los pasivos computables en los coeficientes de caja y de pagarés del Tesoro (y ahora en el de inversión), y en los activos que ampara el coeficiente de inversión de las cajas de ahorro.

Las normas concretas, tanto para el traspaso del saldo de las cuentas de ahorro del emigrante a cuentas en pesetas convertibles como para el resto de modificaciones antes citadas, están contenidas en la CBE núm. 29/1985, de 5 de noviembre, que ha modificado las CCBE núms. 19/1985 y 3/1981.

## Entidades delegadas: cuentas en divisas y en pesetas convertibles

El RD 2402/1980, de 10 de octubre, sobre régimen jurídico del control de cambios, impuso a los españoles que volvieran a ser residentes la obligación de declarar el patrimonio constituido fuera de España, durante su residencia en el extranjero, obligación que también afecta a los residentes que, por actos «mortis causa», adquieran bienes o derechos sitos en el extranjero. El desarrollo reglamentario de esta obligación, pendiente hasta ahora, ha sido realizado por resolución de la Dirección General de Transacciones Exteriores de 9 de octubre de 1985, que fija también las normas aplicables a los extranjeros.

Básicamente, establece, para los españoles, el deber de declarar dicho patrimonio, junto con la fecha de su adquisición, antes de que transcurra un año desde el traslado de su residencia a España. Esta obligación se extiende también a los extranjeros que deseen abrir o mantener cuentas en divisas o pesetas convertibles. De no cumplirla, se prohíben los abonos en las cuentas de unos y otros ya abiertas, y se procederá a su cancelación, tras un plazo de un año, poniendo a disposición del titular el saldo de la cuenta, pero en pesetas ordinarias. Españoles y extranjeros residentes podrán abonar, en las citadas cuentas, cantidades procedentes del patrimonio exterior declarado, si bien sólo los primeros están obligados a ceder al mercado oficial de divisas, en el plazo de quince días, las rentas del patrimonio declarado y los intereses de las cuentas en divisas y

pesetas convertibles mantenidas en las entidades delegadas.

## Entidades delegadas: cuentas extranjeras en pesetas ordinarias

El RD 1723/1985, de 28 de agosto, supuso una drástica simplificación del anterior sistema de cuentas extranjeras en pesetas, al dejarlas reducidas a dos tipos: de pesetas convertibles y de pesetas ordinarias (1). Por resolución de 20 de diciembre de 1985, la Dirección General de Transacciones Exteriores ha establecido las normas operativas de estas últimas.

Pueden ser abiertas por las entidades delegadas a personas físicas y jurídicas que acrediten su condición de no residentes, no pueden presentar saldo deudor, y el régimen de su remuneración es el mismo de las cuentas interiores, si bien los intereses son transferibles al exterior. Sometiéndose al régimen general de control de cambios, se puede realizar cualquier operación de abono. Los saldos, salvo la parte que corresponde a intereses, no son convertibles, pudiendo utilizarse para gastos de residencia en España, para trasvases a otras cuentas de la misma clase o para realizar inversiones extranjeras en España. Estas últimas no necesitan ser inscritas en el Registro de Inversiones; sin embargo, su inscripción es uno de los requisitos imprescindibles para gozar del derecho de transferencia de los beneficios al exterior, que no tienen reconocido con carácter general.

## Entidades delegadas: billetes españoles

La operatoria exterior de las entidades delegadas en relación a los billetes españoles ha sido regulada por la CBE núm. 30/1985, de 26 de noviembre. Con carácter general, se autoriza a dichas entidades a efectuar (aceptar) remesas de billetes españoles a (de) sus corresponsales bancarios extranjeros con adeudo (abono) de su importe en cuentas de pesetas convertibles. Estas operaciones, que deberán estar centralizadas en una sola oficina por entidad, habrán de realizarse por vía aérea y a través de las aduanas de los aeropuertos de Barajas (Madrid) o del Prat de Llobregat (Barcelona), salvo las remesas procedentes de Andorra, que deberán llegar a través de la aduana de Farga de Moles. La circular detalla las instrucciones de procedimiento de la nueva normativa, que entrará en vigor el 1 de marzo de 1986.

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, págs. 57-58

## Central de Información de Riesgos

Las normas de funcionamiento de la Central de Información de Riesgos del Banco de España están contenidas en la CBE núm. 18/1983, de 30 de diciembre, cuyo texto, que ya fue modificado por acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España de 25 de mayo de 1984, ha experimentado nuevas alteraciones desde el pasado 31 de octubre.

Se refieren éstas, en primer lugar, a la incorporación de las sociedades de garantía recíproca, de la Sociedad de Garantías Subsidiarias y de la Sociedad Mixta del Segundo Aval, a las entidades obligadas a prestar declaración. No obstante, esta incorporación no evita que las demás entidades tengan que declarar los riesgos contraídos con ellas. Los epígrafes que deben declarar son los referentes a avales formalizados, valores de renta fija, y saldos deudores de los socios avalados, consecuencia del pago por la entidad de avales prestados y que se considerarán morosos a los 90 días del vencimiento del aval.

En segundo lugar, se ha modificado el contenido contable de los riesgos directos de bancos, cajas y cooperativas de crédito, al añadir el epígrafe «Productos devengados por activos dudosos o en mora».

## Sociedades mediadoras en el mercado de dinero: nuevos estados contables

El crecimiento de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, tanto en el número de entidades como en el volumen de operaciones realizadas, ha llevado, por CBE núm. 32/1985, de 6 de diciembre, a establecer una nueva regulación de la información contable y estadística que dichas sociedades deben rendir periódicamente.

La nueva normativa, que fija criterios de valoración y contabilización acordes con los vigentes para bancos y cajas (CBE 19/1985), establece modelos para los estados decenales (detalle de tipos de interés y vencimientos medios), mensuales (balance, detalles y clasificación por plazos de la inversión y de la financiación, inversión ajustada y recursos propios), trimestrales (cuenta de resultados y ventas en firme del trimestre) y anuales (aplicación del beneficio neto). Existen, además, la declaración decenal del coeficiente de caja y la declaración mensual de emisores, importes y naturaleza de los activos, que deben presentar las sociedades mediadoras que posean activos negociables emitidos por sus accionistas o por sociedades del grupo al que pertenecen sus socios.

La CBE 32/1985, que ha entrado en vigor el pasado 1 de enero, establece para estas entidades un coeficiente de garantía en función del cual su inversión total, deducidas las operaciones de arbitraje y las casadas a término (norma 20 de la circular), más los recargos por riesgo (según a qué grupo de los establecidos en el anexo II pertenezcan los diferentes activos), no podrá superar la cifra de 45 veces los recursos propios.

## Crédito oficial: liquidación de pérdidas

La ley 13/1971, de 19 de junio, sobre organización y régimen del crédito oficial preveía que las pérdidas que pudieran producirse como consecuencia de la concesión de créditos, decidida por el gobierno por motivos excepcionales, serían objeto de provisión presupuestaria especial. En este supuesto encaja la financiación concedida, al amparo de los reales decretos-ley 20/1982, 21/1982, 5/1983 y 7/1983, para reparar los daños causados por las inundaciones en diversas zonas del país.

Por su parte, la ley 21/1982, de 9 de junio, sobre medidas para la reconversión industrial, y la ley 27/1984, de 25 de julio, sobre reconversión y reindustrialización, establecieron la obligación del Tesoro de responder subsidiariamente, y hasta los límites establecidos en los correspondientes presupuestos generales del Estado (75.000 millones para 1986), de los quebrantos derivados de créditos y avales a empresas en reconversión, concedidos por el Instituto de Crédito Oficial o por las entidades oficiales de crédito.

Ahora, mediante los RRDD 2434/1985 y 2435/1985, ambos de 4 de diciembre, se han arbitrado los procedimientos para definir, evaluar, contabilizar y realizar las liquidaciones a cargo del Tesoro por morosos o fallidos, derivados de las operaciones antes citadas.

## Instituciones de inversión colectiva: desarrollo reglamentario

La nueva regulación de las instituciones de inversión colectiva, que, partiendo de la ley 46/1984, de 26 de diciembre, fue desarrollada por RD 1346/1985, de 17 de julio, ha sido ya comentada varias veces en esta sección (1). Haciendo uso de las autorizaciones contenidas en estas disposiciones, una OM de 15 de octubre de 1985 ha venido a fijar alguno de los puntos que quedaban por concretar, que aparecen resumidos en el cuadro 1.

La orden ministerial incluye, asimismo, entre otras normas, las relativas a la valoración de los títulos no admitidos a cotización oficial, al tratamiento de los activos de dudosa realización, a la transformación de fondos de inversión mobiliaria en fondos de inversión en activos del mercado monetario, y al funcionamiento de los registros oficiales de instituciones de inversión colectiva, de auditores, y de sociedades gestoras de patrimonios.

## Entidades de financiación: provisión para insolvencias

Las dotaciones mínimas obligatorias al fondo de provisión de insolvencias de las entidades de financiación y su régimen fiscal fueron reguladas por una OM de 3 de junio de 1985, de forma similar a las entidades de depósito (2). Para solucionar las dificultades que han

(1) Véase, en particular, «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, págs. 58 a 60.

(2) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1985, pág. 55.

### 1. Instituciones de inversión colectiva

Artículos RD 1346/1985	Institución	MATERIA	Concreción OM 15.10.85
1.1	SIM	Máximo de títulos del mercado monetario (a)	20 %
37.1.A	FIM	Máximo de deuda del Tesoro (a)	10 %
49.1.A	FIAMM	Máximo de títulos que no son de mercado monetario (a)	20 %
49.2	FIAMM	Plazo máximo del vencimiento medio de su cartera	18 meses
49.2	FIAMM	Plazo máximo de vida pendiente de sus títulos del mercado monetario	24 meses
50	FIAMM	Inversión mínima por partícipe	100.000 ptas.

SIM = Sociedad de inversión mobiliaria.

FIM = Fondo de inversión mobiliaria.

FIAMM = Fondo de inversión en activos de mercado monetario.

(a) Porcentaje sobre el activo total. Para los fondos se toma el promedio mensual de los saldos diarios.

surgido en su aplicación, una resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 15 de noviembre de 1985 ha detallado minuciosamente las definiciones, criterios para el cálculo de saldos, normas de contabilización, porcentaje de las dotaciones individuales y generales, entrada en vigor y calendario de adaptación de las operaciones que deben clasificarse como morosos, dudosos, de muy dudoso cobro e impagados. Como se recordará, de las dotaciones que resulten de estas normas deberá salir un fondo no inferior al 1,5 % del total de inversiones crediticias y riesgos de firma no avalados por entidades públicas o garantizados por hipoteca.

## Presupuestos Generales del Estado

Son varios los aspectos relativos al sistema financiero a los que hace referencia la ley 46/1985, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1986. Entre otros, deben mencionarse, en relación a la *deuda del Estado*, la fijación del límite máximo para la emisión de deuda del Estado en 390.000 millones de pesetas, ampliables en el importe de posibles amortizaciones anticipadas tendentes a disminuir el coste o mejorar la estructura temporal de esta forma de endeudamiento público. Como importante novedad, se prevé que el Ministerio de Economía y Hacienda pueda disponer la emisión de deuda del Estado materializada, no sólo en títulos valores, sino también mediante otro documento o anotación en cuenta. Corresponde al gobierno establecer el régimen aplicable a la deuda no materializada en títulos valores, cuya inscripción y transmisión no precisará la intervención de fedatario público cuando se instrumente mediante anotaciones en cuenta.

Respecto a la *deuda del Tesoro*, el límite máximo de la que exista en circulación no podrá incrementarse en más de 600.000 millones de pesetas, límite que será efectivo al fin del ejercicio. Por su parte, la emisión de *cédulas para inversiones* tendrá un límite de 305.000 millones de pesetas, con el que el Tesoro financiará el crédito oficial y hará frente a las amortizaciones previstas.

Como novedad, los límites citados para la deuda del Estado y del Tesoro podrán ser incrementados por el gobierno, ya sea en sustitución de anticipos del Banco de España (hasta el 12 % de los gastos presupuestados) o por motivos de política monetaria. Hasta ahora, esta ampliación sólo se preveía para los pagarés del Tesoro.

También el *mercado hipotecario* ha sido modificado. Hasta ahora, siguiendo la ley 2/1981, de 25 de marzo, solamente podían emitir cédulas hipotecarias el Banco Hipotecario de España, las cajas de ahorro confederadas y las sociedades de crédito hipotecario. La ley 46/1985 ha añadido a estos intermedarios la Caja Postal de Ahorros (1).

Respecto al *Banco de España*, la misma ley ha derogado el artículo 24 del DL 18/1962, de 7 de junio, de nacionalización y reorganización de la entidad, en función del cual sólo por ley podía acordarse la cesión, enajenación, gravamen o traslado al extranjero de las existencias en oro y plata del Banco de España. En lo sucesivo, el Banco decidirá libremente acerca de todo tipo de operaciones relacionadas con sus existencias de metales preciosos.

Otras novedades contenidas en la ley 46/1985 se refieren al aumento de la capacidad operativa de la Comisión Liquidadora de *entidades aseguradoras*, creada por RDL 10/1984, de 11 de julio (2), y a fijar el *tipo de interés legal del dinero* en el 10,5 %, hasta el 31 de diciembre de 1986.

## Pagarés del Tesoro: intermediarios financieros y entidades delegadas

En el mercado de pagarés del Tesoro, los «intermediarios financieros» y las «entidades delegadas del Tesoro» se diferenciaban esencialmente en que estas últimas —previa autorización de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, concedida de acuerdo con su resolución de 5 de abril de 1984— pueden presentar ante el Banco de España peticiones de pagarés por cuenta de terceros, así como ser depositarias de pagarés materializados en anotaciones en cuenta y títulos físicos. Además, si estas entidades están adheridas al «Sistema de fungibilidad de pagarés», pueden ser depositarias de pagarés materializados en títulos fungibles y amparados por referencias técnicas, en nombre propio o de terceros, y canalizar su negociación en el mercado bursátil.

A partir de ahora, por modificación de la CBE número 13/1984 realizada el 8 de octubre de 1985, las entidades delegadas podrán, además, movilizar sus cuen-

(1) También en relación con el mercado hipotecario, una OM de 4 de octubre de 1985 ha modificado los criterios de valoración de determinados bienes susceptibles de ser hipotecados en garantía de créditos.

(2) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1984», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1984, pág. 50.

tas de terceros a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

Por otra parte, a la anterior relación de entidades que pueden ser delegadas del Tesoro, se han añadido las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva inscritas en el registro oficial correspondiente, y, a los intermediarios financieros, se ha añadido el Consorcio de Compensación de Seguros. Ambas incorporaciones se han producido por modificación de la CBE 13/1984, acordada el 29 de octubre de 1985.

## Bolsa de valores: sistemas de liquidación, compensación y depósitos

La disposición final primera de la OM de 20 de mayo de 1974, que desarrolló el sistema de liquidación y compensación de operaciones y de depósitos de valores mobiliarios, creó una comisión encargada de estudiar los problemas derivados del nuevo sistema y de proponer medidas para su perfeccionamiento. La deficiente operatividad de esta comisión para hacer frente a la rápida evolución de los mercados financieros, junto con las novedades que se prevén en este campo para el futuro (véase, por ejemplo, el apartado «Presupuestos Generales del Estado» de esta misma sección), ha llevado, por OM de 19 de noviembre de 1985, a modificar la composición de dicha comisión y a concretar el mandato a la misma.

Desde ahora, estará presidida por un representante del Banco de España, y serán sus vocales dos representantes de las juntas sindicales de bolsa, dos del Consejo Superior Bancario, uno de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, y un representante de cada una de las dos entidades emisoras de títulos de mayor volumen de contratación bursátil. El plazo para que los organismos citados designaran a sus representantes fue de 20 días hábiles.

Con carácter de urgencia, y en el plazo de cuatro meses a partir de su primera reunión, la comisión deberá elevar al Ministerio de Economía y Hacienda un informe sobre la situación actual del sistema de liquidación y compensación, y las posibles soluciones a los problemas que dicha situación presenta.

## Régimen fiscal de determinados activos financieros

La ley 14/1985, de 29 de mayo, de régimen fiscal de determinados activos financieros, es, posiblemente, la norma llamada a tener mayor repercusión en los mer-

cados financieros, de las publicadas en mucho tiempo, por lo que su contenido fue ya objeto de amplio comentario en esta misma sección (1).

El desarrollo reglamentario de la citada ley, por RD 2027/1985, de 23 de octubre, no aporta novedades con repercusión financiera relevante, respecto a lo ya conocido. Aparte de ampliar la norma original en sus aspectos estrictamente fiscales, el real decreto establece que se considera activo financiero con rendimiento implícito —sometido, por tanto, a la ley 14/1985— cualquier instrumento de giro, incluidos los originados en operaciones comerciales, a partir del momento en que se endosa o transmite, salvo que el endoso o cesión se haga como pago de un crédito de proveedores o suministradores.

También es de señalar la extraordinaria amplitud y rigor con que se han desarrollado las obligaciones de colaboración tributaria de las personas y entidades retenedoras, en particular de las entidades de depósito. Respecto a estas obligaciones, son significativos tanto el exhaustivo contenido de la OM de 12 de noviembre de 1985, que concreta el contenido de las relaciones anuales de retenciones practicadas, como la sentencia del Tribunal Supremo, de 24 de septiembre de 1985, que reconoce la legalidad de la obligación de las entidades de depósito de comunicar a la Administración Tributaria numerosos datos de significación fiscal de su clientela de activo y de pasivo.

Esta norma, que cierra, de momento al menos, el tratamiento fiscal de los activos financieros, establece, finalmente, el tipo de interés legal del dinero como rendimiento mínimo imputable a las operaciones a descuento sometidas a retención nominativa, y fija el precio de mercado de las remuneraciones en especie en el 125 % de su valor de adquisición para el que entrega la remuneración.

20-I-1986.

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1985, págs. 55 a 57.





Información del Banco de España

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

Vigentes a 31 de diciembre de 1985

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
<b>SIETE GRANDES</b>										
BILBAO .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
CENTRAL .....	10,00	11,25	13,50	14,50	15,00	13,50	15,00	15,25	20,00	20,00
ESPAÑOL DE CREDITO .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
HISPANO AMERICANO .....	9,50	11,75	13,50	14,50	15,50	13,50	15,00	15,50	25,00	25,00
POPULAR ESPAÑOL .....	9,50	11,00	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	24,50	24,50
SANTANDER .....	9,75	11,75	13,75	15,00	17,50	14,00	15,00	16,00	27,00	(4,50)
VIZCAYA .....	9,50	11,50	13,50	13,50	15,50	13,50	15,00	15,50	18,00	18,00
<i>Media simple</i> .....	9,68	11,50	13,43	14,21	15,68	13,50	14,86	15,54	21,79	21,50
<b>RESTO COMERCIALES Y MIXTOS</b>										
ABEL MATUTES TORRES .....	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	14,50	15,00	17,50	18,00	(2,50)
ALBACETE .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
ALICANTE .....	9,50	11,75	13,50	14,75	15,75	13,75	15,00	16,00	23,00	(2,50)
ALICANTINO DE COMERCIO .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
ANDALUCIA .....	9,50	11,00	13,00	14,00	-	13,50	14,50	15,50	24,50	24,50
ASTURIAS .....	9,25	11,00	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	20,00	20,00
ATLANTICO .....	9,50	11,50	13,50	14,50	15,50	13,25	15,25	15,50	19,00	(4,00)
B.N.P. ESPAÑA .....	9,75	11,75	13,75	14,75	15,25	14,00	15,00	15,50	18,00	(1,00)
BARCELONA .....	9,75	12,00	13,75	14,00	15,50	14,25	15,75	16,00	27,00	27,00
BARCLAYS S.A.E. ....	9,75	11,75	13,75	14,25	15,25	13,25	13,75	15,50	20,00	20,00
CANTABRICO .....	9,50	11,75	13,50	14,75	15,75	13,75	15,00	16,00	22,00	(2,50)
CASTILLA .....	10,00	11,00	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	24,75	24,75
CATALANA .....	9,75	12,00	13,75	14,00	15,50	14,25	15,75	16,00	27,00	27,00
CITIBANK ESPAÑA .....	10,00	12,50	14,50	15,50	17,00	14,50	15,75	16,25	23,00	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL .....	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	25,00	(4,50)
COMERCIAL TRANSATLANTICO .....	9,75	11,75	13,50	14,50	-	14,00	15,00	16,00	18,00	(3,00)
COMERCIO .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
CONDAL .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)
CREDIT & COMMERCE .....	9,50	11,50	13,00	14,00	15,50	13,00	14,00	15,50	20,00	20,00
CREDITO Y AHORRO .....	10,00	12,25	14,00	15,00	16,00	14,00	15,50	16,50	20,00	(4,00)
CREDITO BALEAR .....	10,00	12,25	14,25	16,00	17,00	14,50	16,00	16,50	24,50	24,50
CREDITO COMERCIAL .....	9,50	11,50	13,50	13,50	16,00	13,75	15,00	16,00	18,00	18,00
CREDITO E INVERSIONES .....	10,00	11,25	13,50	14,50	15,00	13,50	15,00	15,25	23,00	23,00
DEPOSITOS .....	10,00	11,00	12,00	14,00	16,00	8,00	9,00	12,00	23,00	23,00
ETCHEVERRIA .....	11,00	13,00	15,00	17,00	17,50	15,00	15,00	17,00	22,00	22,00
EUROPA .....	9,75	11,75	13,50	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	22,00	(4,00)
EXPORTACION .....	10,00	12,00	14,00	15,00	16,00	14,50	16,00	17,00	19,00	22,00
EXTERIOR DE ESPAÑA .....	9,50	11,75	13,50	14,75	15,75	13,75	15,00	16,00	22,00	(2,50)
EXTREMADURA .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
GALICIA .....	9,75	11,00	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	24,50	24,50
GARRIGA NOGUES .....	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	18,00	(2,50)
GENERAL .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
GUIPUZCOANO .....	9,50	11,50	13,25	14,50	15,50	13,50	14,50	15,50	18,00	(4,00)
HERRERO .....	9,50	11,25	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	22,00	(5,00)
HUELVA .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)
HUESCA .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO .....	10,25	12,25	14,25	16,00	16,50	14,75	16,00	16,50	21,50	21,50
INVERSIONES HERRERO .....	9,50	11,25	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	22,00	(5,00)
ISLAS CANARIAS .....	9,75	12,75	14,25	15,75	17,75	14,75	15,75	16,75	24,00	24,00
JEREZ .....	9,50	11,75	13,50	14,50	15,50	13,50	15,00	15,50	25,00	(4,00)

## (Continuación) 2

Vigentes a 31 de diciembre de 1985

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- brios en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
JOVER .....	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	25,00	(4,00)
LATINO .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
MADRID .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
MARCH .....	10,25	12,25	14,25	15,75	16,50	15,00	16,00	16,75	25,00	25,00
MAS SARDA .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
MERCANTIL DE TARRAGONA .....	9,50	11,75	13,50	14,50	15,50	13,50	15,00	15,50	25,00	25,00
MERIDIONAL .....	9,50	11,50	13,50	13,50	15,50	13,50	15,00	15,50	27,00	27,00
MURCIA .....	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	27,00	(4,50)
NATWEST MARCH .....	9,75	12,00	13,50	14,50	15,50	14,00	15,00	16,00	25,00	25,00
NORTE .....	10,25	12,25	14,25	15,50	17,00	14,50	16,00	16,50	25,00	(4,00)
OESTE .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
PASTOR .....	9,50	11,50	13,50	15,00	16,00	14,00	15,25	15,50	18,00	(4,00)
PENINSULAR .....	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	16,00	16,50	22,00	(4,00)
PERFECTO CASTRO .....	10,00	12,00	14,00	14,00	15,00	14,50	15,50	16,50	23,00	23,00
PRESTAMO Y AHORRO .....	9,50	11,50	13,50	13,50	15,50	13,50	15,00	15,50	18,00	18,00
PUEYO .....	10,00	11,00	13,00	15,00	16,00	12,50	14,00	14,00	18,00	18,00
SABADELL .....	9,75	11,75	13,50	14,50	15,50	14,00	15,00	15,50	18,00	22,50
SANTANDER DE NEGOCIOS .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)
SEVILLA .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)
SIMEON .....	9,50	11,75	13,50	14,75	15,75	13,75	15,00	16,00	22,00	(2,50)
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA .....	10,00	11,75	13,50	15,00	15,50	14,00	15,75	16,00	25,00	(4,00)
TOLEDO .....	10,00	12,00	14,00	15,00	15,00	15,50	16,00	16,50	22,00	22,00
TRELLES .....	10,25	12,25	13,75	14,50	17,00	13,50	15,50	16,00	18,00	(2,50)
VALENCIA .....	10,00	11,25	13,50	14,50	15,00	13,50	15,00	15,25	20,00	20,00
VASCONIA .....	10,00	11,00	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	24,50	24,50
VITORIA .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	22,00	(3,00)
ZARAGOZANO .....	9,50	11,50	13,50	14,50	15,00	15,25	15,25	15,75	22,00	22,00
<i>Media simple</i> .....	9,91	11,77	13,68	14,62	15,85	13,81	15,00	15,78	21,63	22,29
<b>BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS</b>										
CATALAN DE DESARROLLO .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL .....	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	18,00	(2,50)
EXPANSION INDUSTRIAL .....	10,50	11,50	14,00	14,00	17,00	13,00	13,00	17,00	23,00	23,00
FINANCIACION INDUSTRIAL .....	9,50	11,50	13,50	13,50	15,50	13,50	15,00	16,00	27,00	27,00
FINANZAS .....	9,50	11,50	13,00	14,50	16,00	13,25	15,00	16,50	22,00	22,00
FOMENTO .....	10,00	11,25	13,50	14,50	15,00	13,50	14,50	15,25	20,00	(2,50)
GRANADA .....	10,00	12,00	14,00	15,00	16,00	14,50	15,50	16,00	20,00	20,00
HISPANO INDUSTRIAL .....	10,00	12,00	14,00	14,00	-	13,50	15,00	-	20,00	(3,00)
INDUSTRIAL DE BILBAO .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	15,75	20,00	20,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA .....	9,75	12,00	13,75	14,00	15,50	14,25	15,75	16,00	27,00	27,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA .....	9,00	11,00	13,00	14,00	15,00	14,00	15,00	15,50	22,00	22,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO .....	9,75	12,00	13,75	14,00	15,50	14,25	15,75	16,00	27,00	27,00
INDUSTRIAL DEL SUR .....	9,50	11,50	13,50	13,50	14,00	13,50	15,00	15,50	27,00	27,00
INDUSTRIAL DEL TAJO .....	9,50	11,25	13,00	14,50	15,50	14,00	14,75	15,25	19,00	(4,00)
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL .....	10,00	12,00	13,75	15,00	16,50	14,75	15,50	16,50	25,00	(5,00)
NOROESTE .....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)
OCCIDENTAL .....	9,50	11,50	13,50	13,50	14,00	13,50	15,00	15,50	18,00	18,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA .....	9,75	11,75	13,00	14,75	15,00	14,25	15,50	16,00	21,00	(3,00)
POPULAR INDUSTRIAL .....	8,00	10,50	12,00	13,00	12,50	11,50	14,50	15,50	23,00	23,00
PROGRESO .....	10,50	12,00	13,50	14,50	13,75	10,00	14,75	16,50	20,00	20,00
PROMOCION DE NEGOCIOS .....	9,75	11,50	13,50	14,00	14,75	13,50	15,00	16,00	20,00	20,00
URQUIJO-UNION .....	9,50	11,75	13,50	14,50	15,50	13,50	15,00	15,50	23,00	23,00
<i>Media simple</i> .....	9,74	11,61	13,49	14,19	15,25	13,49	14,95	15,85	21,91	22,79

## (Continuación) 3

Vigentes a 31 de diciembre 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		
<b>BANCOS EXTRANJEROS</b>										
ALGEMENE BANK .....	-	-	-	-	-	-	-	-	28,00	28,00
AMERICA .....	10,00	11,00	12,00	13,00	13,50	12,50	14,75	15,50	22,00	(3,00)
ARABE ESPAÑOL .....	-	-	10,00	13,00	14,50	14,00	15,00	16,00	20,00	20,00
BANKERS TRUST .....	-	-	-	-	-	11,13	13,00	-	25,00	(4,00)
BARCLAYS BANK INTERNAT. ....	10,50	12,50	14,50	16,50	17,50	11,50	12,75	-	22,00	22,00
BRASIL .....	-	-	-	-	-	-	-	-	21,00	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT .....	11,00	12,50	13,75	14,25	-	12,00	12,00	-	17,00	17,00
CITIBANK .....	13,75	14,25	15,00	17,50	-	15,00	15,75	-	20,00	(2,00)
COMERCIAL ITALIANA .....	10,50	12,50	14,50	-	-	11,15	15,50	-	25,00	(2,00)
COMMERZBANK .....	9,50	10,75	13,00	13,75	15,50	12,00	13,00	15,50	17,75	17,75
CONTINENTAL ILLINOIS .....	9,75	11,50	12,50	14,50	-	11,63	12,00	13,00	14,50	14,50
CREDIT COMMERCIAL .....	-	-	10,00	14,00	-	13,00	14,00	16,00	19,00	(2,00)
CREDIT LYONNAIS .....	10,00	11,00	11,50	13,00	14,50	13,00	14,00	15,00	18,00	(1,00)
CHASE MANHATTAN .....	-	-	13,00	14,00	-	12,75	12,75	-	15,75	(3,00)
CHEMICAL BANK .....	-	-	-	-	-	12,00	13,50	-	15,00	(3,00)
DEUTSCHE BANK .....	-	10,00	10,50	14,00	16,00	12,00	14,00	15,50	17,00	17,00
DRESDNER BANK .....	11,00	-	11,20	11,55	-	11,50	13,05	-	20,00	20,00
ESTADO DE SAO PAULO .....	-	-	10,75	13,00	-	11,00	13,50	15,50	20,50	20,50
EXTERIOR DE LOS ANDES .....	10,50	12,00	13,50	15,00	16,50	14,00	15,50	16,75	22,00	(2,50)
FIRST INTERSTATE .....	-	-	13,50	13,75	-	13,50	13,00	15,00	19,50	19,50
FIRST N. BANK OF CHICAGO .....	-	-	11,38	12,88	-	11,38	12,88	-	19,00	(4,00)
HONG-KONG .....	-	-	-	-	-	12,25	14,25	16,00	20,00	(2,00)
INDOSUEZ .....	11,00	13,00	14,00	15,50	17,00	14,00	15,25	17,50	20,00	20,00
LONDRES Y AMERICA DEL SUR .....	10,00	12,00	13,00	14,25	-	14,00	15,75	16,75	20,00	(2,00)
MANUF. HANNOVER TRUST .....	-	-	13,50	15,00	15,50	13,50	15,00	15,50	25,00	25,00
MIDLAND BANK .....	-	-	-	-	-	13,50	-	-	16,50	(3,00)
MORGAN GUARANTY .....	11,00	-	11,00	12,00	-	11,00	12,25	-	16,00	16,00
NACION ARGENTINA .....	10,00	11,50	13,00	14,50	16,00	13,00	15,00	17,50	22,00	(4,00)
NAT. WESTMINSTER BANK .....	-	-	13,50	14,75	-	-	-	-	19,00	(4,00)
NATIONALE DE PARIS .....	9,75	11,75	13,75	14,75	15,25	14,00	15,00	15,50	18,00	(1,00)
NAZIONALE DEL LAVORO .....	9,50	-	12,50	13,75	-	13,50	14,00	-	18,00	18,00
PARIBAS .....	-	-	13,75	14,25	-	13,50	13,75	15,50	22,00	(2,00)
REAL .....	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROMA .....	10,50	-	12,50	14,50	-	13,50	14,50	-	18,00	18,00
S.G.B. BANCO BELGA .....	-	-	12,35	14,00	16,00	13,00	15,00	16,00	22,00	(3,00)
SAUDI ESPAÑOL .....	10,00	11,00	13,00	14,00	15,50	12,75	13,50	15,50	20,00	(2,50)
SOCIETE GENERALE .....	9,75	11,75	13,25	14,00	15,00	14,25	15,00	15,75	18,00	(3,00)
SUMITOMO BANK .....	-	-	-	-	-	15,00	15,00	-	20,00	(2,00)
TOKYO .....	-	-	-	-	-	13,75	15,50	-	23,00	(2,00)
<i>Media simple</i> .....	10,42	11,81	12,66	14,10	15,59	12,84	14,08	15,76	19,88	19,55
<b>TOTAL BANCA PRIVADA</b>										
<i>Media simple</i> .....	9,95	11,73	13,39	14,40	15,69	13,48	14,75	15,77	21,19	21,73

## (Continuación) 4

Vigentes a 31 de diciembre 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		
CONFEDERACION ESPAÑOLA C.A.	-	-	11,00	13,75	14,75	13,00	14,00	15,00	17,00	-
ALAVA PROVINCIAL	9,00	11,00	12,50	13,00	13,00	12,00	13,00	13,00	19,00	19,00
ALBACETE	-	-	9,50	14,00	14,00	13,00	13,50	14,00	21,00	21,00
ALICANTE PROVINCIAL	10,00	10,50	11,00	14,00	16,00	13,50	13,50	14,00	17,00	(4,00)
ALICANTE Y MURCIA	9,00	10,50	11,50	13,00	15,50	12,50	13,50	14,00	18,00	(3,00)
ALMERIA	-	-	9,50	14,00	-	13,00	14,50	16,00	21,00	(6,00)
ANTEQUERA	-	-	10,25	14,00	16,00	11,00	13,00	14,00	21,00	(2,00)
ASTURIAS	9,25	11,25	12,75	14,50	15,50	13,75	13,75	13,75	20,00	(4,00)
AVILA MONTE	-	-	9,00	13,00	15,00	11,00	12,00	13,00	20,00	(5,00)
BADAJOS	9,00	9,50	10,00	13,50	15,50	11,50	14,00	15,00	20,00	20,00
BALEARES	-	-	9,00	14,25	14,75	11,50	11,50	11,50	22,00	(4,00)
BARCELONA MONTE	10,00	11,50	12,50	13,50	14,00	13,50 <sup>d)</sup>	14,75 <sup>c)</sup>	15,92 <sup>c)</sup>	22,00	22,00
BARCELONA PENSIONES	9,00	9,50	10,50	11,00	13,00	11,50	13,00	14,50	22,00	(2,00)
BILBAO MUNICIPAL	-	-	9,00	12,50	13,00	11,50	13,00	14,00	22,00	(3,00)
BILBAO VIZCAINA	9,00	10,50	11,00	12,50	13,00	11,50	13,00	14,00	18,00	(2,00)
BURGOS CCO	9,50	11,00	12,50	13,75	16,50	11,00	11,00	13,50	18,00	18,00
BURGOS MUNICIPAL	9,50	11,00	12,50	13,75	16,50	11,00	11,00	13,50	18,00	18,00
CACERES	-	-	9,50	14,00	18,00	12,00	14,50	16,00	20,00	(2,00)
CADIZ	-	-	10,00	12,00	14,00	10,00	12,00	14,00	23,00	(4,00)
CARLET	-	-	8,50	-	-	13,00	13,00	13,00	22,00	(6,00)
CASTELLON	-	-	9,00	14,00	15,00	9,50	13,00	15,00	18,00	(3,00)
CATALUÑA	-	-	11,00	13,00	14,50	11,00	13,00	14,50	19,50	19,50
CEUTA	-	-	12,00	15,00	16,00	13,50	14,50	15,50	19,00	20,00
CORDOBA MONTE	-	-	10,00	15,50	17,00	11,00	13,50	15,00	19,00	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	-	-	8,25	15,50	-	13,00	15,00	16,00	22,00	22,00
CUENCA	-	-	10,00	14,00	15,00	11,50	12,50	14,50	21,00	21,00
GALICIA	10,25	12,25	13,25	15,00	15,00	12,50 <sup>d)</sup>	13,25 <sup>d)</sup>	14,25 <sup>d)</sup>	20,00	(4,00)
GENERAL CANARIA	9,75	11,75	13,75	15,00	16,00	-	14,00	14,00	16,25	(4,00)
GERONA	10,00	11,75	13,00	14,50	15,50	12,50	13,00	14,50	20,00	20,00
GRANADA MONTE	-	-	9,00	14,25	16,50	11,50	13,00	14,50	20,00	(3,00)
GRANADA PROVINCIAL	-	-	9,00	12,50	14,00	11,00	12,00	13,00	20,00	(3,00)
GUADALAJARA	-	-	12,50	13,50	14,00	12,00	12,00	13,00	21,00	(4,00)
GUIPUZCOA PROVINCIAL	9,00	10,50	11,50	13,50	15,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)
HUELVA	-	-	9,00	14,50	15,00	13,50	14,00	15,50	20,00	(2,00)
INSULAR CANARIA	10,00	12,00	14,00	17,00	17,50	11,00	11,00	14,00	22,00	(2,00)
JAEN	10,00	11,00	12,50	15,50	17,50	13,00	15,00	16,00	20,00	(3,00)
JEREZ	-	-	10,00	14,00	14,50	12,00	13,00	13,50	20,00	(2,00)
LAYETANA	11,00	11,00	14,00	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00	23,00	23,00
LEON	-	-	10,00	13,00	16,00	13,50	14,00	14,50	20,00	(5,00)
MADRID	9,50	11,50	12,75	14,00	15,00	12,50	13,00	13,50	19,00	(5,00)
MALAGA	9,00	10,00	11,00	13,50	15,00	12,00	12,00	14,00	22,00	(4,00)
MANLLEU	9,00	11,00	12,25	14,25	14,25	-	11,00	14,00	22,50	22,50
MANRESA	-	-	9,25	13,50	13,75	12,50	13,50	14,50	22,00	(3,00)
MURCIA	9,50	11,00	12,00	13,50	14,50	12,00	13,50	15,00	21,00	(5,00)
ONTENIENTE	9,00	11,25	13,25	14,50	15,50	13,25	14,50	15,50	20,00	(3,00)
ORENSE	-	-	9,50	14,50	15,50	12,75	12,75	14,50	21,00	(3,00)
PALENCIA MONTE	-	-	9,00	13,00	14,00	12,00	12,00	12,00	19,00	19,00
PAMPLONA MUNICIPAL	9,50	11,00	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	19,00	(2,00)
PAMPLONA NAVARRA	9,00	10,50	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	20,50	20,00
PLASENCIA	8,00	10,00	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	22,00	22,00

## (Continuación) 5

Vigentes a 31 de diciembre 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		
POLLENSA .....	-	-	-	-	-	15,00	16,00	16,50	22,00	22,00
PONTEVEDRA .....	9,50	9,50	9,50	16,00	16,25	15,50	15,50	15,50	22,00	(4,00)
RIOJA .....	9,00	10,00	11,00	15,50	15,00	12,00	15,50	14,00	22,00	22,00
RONDA .....	10,00	11,50	12,50	14,00	16,50	10,50	11,50	15,50	18,00	18,00
SABADELL .....	9,75	11,50	12,00	14,00	14,50	13,50	13,50	14,75	22,00	(3,00)
SAGUNTO .....	9,50	10,00	10,50	15,00	16,00	13,00	13,50	14,00	20,00	(3,00)
SALAMANCA .....	-	-	8,00	12,00	13,00	10,50	11,00	11,50	19,00	(4,00)
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL .....	9,00	10,50	11,50	13,50	15,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)
SANTANDER .....	-	-	8,75	9,75	9,75	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)
SEGORBE .....	-	-	10,00	15,00	16,00	12,00	12,00	14,00	19,00	19,00
SEGOVIA .....	9,00	11,00	12,50	13,50	14,00	12,50	13,50	14,50	18,00	18,00
SEVILLA MONTE .....	-	-	9,00	12,00	13,00	12,00	13,50	14,50	18,00	(4,00)
SEVILLA SAN FERNANDO .....	-	-	9,00	13,50	16,00	10,00	11,00	14,00	20,00	(5,00)
SORIA .....	-	-	9,50	14,50	16,00	12,50	13,50	15,50	18,00	(4,00)
TARRAGONA .....	10,50	11,00	13,00	16,00	16,00	12,50	12,00	13,50	22,00	(1,25) <sup>e</sup>
TARRASA .....	9,50	11,50	13,50	15,00	16,00	13,00	13,50	15,00	21,00	21,00
TOLEDO .....	10,00	10,50	11,00	15,00	-	13,00	14,00	15,00	22,00	(3,00)
TORRENTE .....	-	-	9,00	13,00	14,00	12,00	13,00	15,00	19,50	(1,50)
VALENCIA .....	-	-	11,00	14,50	-	15,00	15,00	15,00	18,00	(3,00)
VALENCIA PROVINCIAL .....	9,00	11,00	12,00	13,50	15,00	14,00	14,50	15,00	19,50	(3,00)
VALLADOLID POPULAR .....	-	-	10,00	12,00	14,00	11,50	11,00	16,00	19,00	(3,50)
VALLADOLID PROVINCIAL .....	10,50	12,50	13,50	15,50	-	11,50	14,00	16,50	19,00	(5,00)
VIGO .....	9,00	10,50	11,25	12,50	14,00	11,50	13,00	14,00	22,00	22,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES .....	10,00	11,50	12,50	14,50	15,50	12,00	10,50	14,00	21,00	(3,00)
VITORIA CIUDAD .....	9,00	11,00	12,50	13,00	13,00	12,00	13,00	14,00	21,00	(2,00)
ZAMORA .....	-	-	9,50	13,50	15,00	11,00	13,00	14,00	19,00	(5,00)
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA .....	9,50	11,75	13,50	15,00	15,50	12,00	12,50	14,50	22,00	(4,00)
ZARAGOZA INMACULADA .....	8,00	10,00	11,00	13,00	15,00	11,75	13,50	14,50	20,00	(6,00)
CAJA POSTAL .....	-	-	-	-	-	-	13,00	13,50	20,00	(2,00)
<i>Media simple</i> .....	9,44	10,90	10,94	13,81	14,85	12,22	13,10	14,29	20,09	20,49

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

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

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

(d) Tipo medio de los tipos de créditos y préstamos.

(e) Trimestral.

## CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

### CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
31/85, de 6 de diciembre	Banca privada y cajas de ahorro. Distribución por países de las inversiones de las filiales bancarias en el extranjero y modificación del estado T9 de la CBE 25/1982 y CBE 19/1985.	14 enero 1986
32/85, de 6 de diciembre	Sociedades mediadoras en el mercado de dinero. Balance, cuenta de resultados y estados complementarios.	14 enero 1986
33/85, de 17 de diciembre	Bancos y cajas de ahorro. Balances y cuentas de resultados públicos.	14 enero 1986
34/85, de 27 de diciembre	Entidades de depósito. Inversiones obligatorias.	8 enero 1986

### CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
Modificaciones a la circular 19/85.	Publicadas en el anexo I de la circular 29/85. Se anulan y sustituyen las páginas 5, 9, 11, 13, 21, 23, 35 y 44.
Modificaciones a la circular 3/81.	Publicadas en el anexo II de la circular 29/85. Se anulan y sustituyen las páginas 14, 35 y 37.

## 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.

**FERNANDO GUTIERREZ y EDUARDO FERNANDEZ**

**LA EMPRESA ESPAÑOLA Y SU FINANCIACION (1963-1982).**  
(Análisis elaborado a partir de una muestra de 21 empresas cotizadas en bolsa).—ESTUDIOS ECONOMICOS N.º 38

El objeto de este trabajo es ofrecer unas primeras conclusiones acerca de ciertos aspectos financieros de las empresas españolas cotizadas en bolsa a lo largo del período 1963-1982, a través del análisis de los balances, cuentas de resultados y otras informaciones contenidas en las memorias de un conjunto de empresas.

Después de una introducción en la que se expresan los objetivos y se resumen las conclusiones del trabajo, el segundo capítulo está dedicado a los aspectos metodológicos de la investigación.

En el capítulo III, el análisis de los datos contables de las empresas, tal y como aparecen en sus memorias, muestra el deterioro de su estructura financiera a lo largo del período de referencia, producto de una rentabilidad decreciente, en la que jugó un importante papel la elevación del coste y el volumen de la financiación ajena. Frente a la acumulación de capital registrada en la primera década analizada (1963-1973), a partir del año 1974 se inició un proceso de degradación progresiva del valor neto patrimonial de las empresas que se tradujo en un rechazo de los accionistas a la asunción de nuevos riesgos. Esta evolución, que impulsó a las empresas a un más elevado nivel de endeudamiento, se vio agravada por su propio comportamiento: pago de dividendos no acordes con esta situación y distribución de acciones liberadas con cargo a reservas.

En el capítulo IV, la introducción de ajustes que ponen de manifiesto los resultados extraordinarios que la inflación genera —debido a la revalorización de los bienes de activo—, haría variar radicalmente este resultado. Las reservas acumuladas —y no contabilizadas— por este concepto representarían una notable mejora en los resultados y un fortalecimiento de la estructura

financiera de las empresas, especialmente a partir de los años 70. Desde esta perspectiva, serían las transferencias de capital recibidas de los prestamistas a causa de la pérdida de valor real de las deudas de las empresas, no recuperada por los prestamistas a través de la indiciación del principal o de unos tipos de interés suficientemente altos, las que harían revertir la revalorización de los activos, financiados con recursos ajenos, en ganancias de capital para la empresa.

Esta última valoración de las empresas se contrasta con la de mercado, medida a través de las cotizaciones en bolsa del conjunto de empresas considerado, y que resulta ser, a partir de 1974, progresivamente más baja que la valoración ajustada por la inflación. Ello indica la importancia de otros fenómenos no considerados en este trabajo —como la obsolescencia técnica, la evolución de los precios relativos de los factores y los productos de las empresas, y, en definitiva, las expectativas de resultados— en la determinación del valor corriente de los activos de las empresas. Todos ellos, junto con la aparición de profundas transformaciones sociales y económicas que incrementaron enormemente la incertidumbre, incidieron de tal modo, que sus efectos negativos predominaron sobre el alza de los precios de los bienes de activo derivada de la inflación.

**ANTONIO GOMEZ MENDOZA**

**FERROCARRIL Y MERCADO INTERIOR EN ESPAÑA (1874-1913).** Vol. II: **Manufacturas textiles, materias textiles, minerales, combustibles y metales.**—ESTUDIOS DE HISTORIA ECONOMICA N.º 13

Este libro analiza el tráfico de diversas materias primas y productos manufacturados por la red de los Caminos de Hierro del Norte de España durante el período de la Restauración. Las líneas pertenecientes a esta compañía de ferrocarriles atendían la demanda de transporte de un total de 26 provincias de la mitad norte



peninsular, por lo que la representatividad de los datos aquí manejados es elevada. La calidad de los datos primarios permite desagregar las principales corrientes de tráfico por estaciones tanto de entrada como de salida. Después de haber analizado en un primer volumen (véase Estudios de Historia Económica n.º 10) aspectos relativos a los mercados de productos agrícolas, se ha elegido para el segundo volumen las siguientes mercancías: como materias primas, fibras textiles, minerales no energéticos y combustibles, y como representación de las manufacturas, tejidos y metales.

En el análisis de las series primarias, se ha seguido el mismo esquema que en el primer volumen. El estudio de cada uno de los anteriores productos consta de dos partes. En la primera, se estudia la evolución del tráfico ferroviario, estableciendo comparaciones entre las principales compañías de ámbito nacional y relacionando los tonelajes movilizados con la elaboración de cada producto. Los cambios en el tiempo experimentados por este tipo de coeficientes dan fe del tamaño del mercado, así como del grado de penetración de los productos transportados por ferrocarril en los mercados regionales más distantes. En el caso de las fibras textiles, los resultados alcanzados llaman la atención, pues su circulación por ferrocarril supera ampliamente los volúmenes de algodón en rama importados del extranjero. Esta sorprendente disparidad entre las estadísticas ferroviarias y las comerciales plantea dudas acerca de la bondad de ambas fuentes. En cuanto a los carbones, se pone de manifiesto la existencia de un modesto tráfico local en carbones vegetales y leñas, utilizados como combustible doméstico en los grandes núcleos de población, que, en vísperas de la contienda europea, comenzaría a desaparecer ante la competencia de la electricidad. Por otro lado, queda patente el importante papel desempeñado por los ferrocarriles, al movilizar el 40 por 100 de los carbones consumidos en España durante 1905/14.

La segunda parte del análisis ha consistido en aislar las principales áreas productoras y consumidoras, y en identificar los principales flujos de tráfico entre unas y otras. Este tipo de análisis cobra especial relevancia en un país como el nuestro, caracterizado por una deficiencia estadística notable en cuanto a series de producción se refiere. Entre los resultados alcanzados, cabe destacar el hecho de que las provincias catalanas, con Barcelona a la cabeza, constituyeron, como cabía esperar, la principal área productora y comercializadora de tejidos, pero también la principal área consumidora. Además, se infiere que los tejidos catalanes comercializados en otras áreas —como Castilla, por ejemplo— fueron a menos, al tiempo que los excedentes cerealícolas del interior vendidos en las plazas catalanas fueron en aumento.

Por lo que respecta a los minerales, las conclusiones de este trabajo han permitido rebatir algunas de las hipótesis de la historiografía española. Frente a las tesis que sostenían que los ferrocarriles habían permitido acercar a los puertos de embarque gran parte de nuestra riqueza mineral, para su posterior exportación, las estadísticas ferroviarias demuestran que, al menos en lo tocante a la compañía del Norte, los ferrocarriles cumplieron una función de distribución de los minerales hacia los centros de transformación. En efecto, se dieron casos como el del plomo de Linares que, tras recorrer 800 kilómetros por ferrocarril, era beneficiado en las fábricas de Rentería.

En cuanto a los carbones minerales, parece que el mayor éxito de los ferrocarriles radicó en el hecho de abrir los mercados del interior a las hulleras de la semi-periferia. Sin embargo, puede afirmarse que los ferrocarriles fracasaron parcialmente en su tentativa de desbancar a los carbones extranjeros en los mercados del litoral, que continuaron consumiendo carbón inglés. En parte, la responsabilidad también recayó sobre las propias hulleras, que se mostraron incapaces de reducir los elevados costes de extracción.

En suma, este estudio sobre las estadísticas de tráfico permite comprobar cómo unas materias primas de corto valor eran desplazadas a cientos de kilómetros, gracias al ferrocarril. Sin él, los elevados costes del acarreo terrestre hubieran impedido su movilización hasta los centros de producción. Al igual que observábamos en el primer volumen con relación a productos agrícolas, también aquí podemos afirmar que, a finales de siglo XIX, se dio una creciente integración del mercado interior de materias primas y productos manufacturados.

