

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

mayo 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.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M_3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_1^1 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T_6^1 Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio_t).
- T_{12}^1 Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T_1^3 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T_3^3 Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T_1^6 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T_1^{12} Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T_{12}^{12} Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

Advertencias

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

Indice

Página

- 4 Evolución monetaria
- 9 Nota sobre la evolución reciente de los mercados de acciones
- 17 Las exportaciones de mercancías en el año 1986
- 23 Información del Banco de España
- 24 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en abril de 1986
- 26 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
- 27 Indicadores económicos

Evolución monetaria

Según datos provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) experimentaron en abril una notable caída en su ritmo de expansión, con un crecimiento del 9,5 % en tasa intermensual elevada a anual. Con ello, el crecimiento medio acumulado en el primer cuatrimestre se sitúa en el 14,7 %. Atendiendo a la evolución de los componentes de ALP, ha continuado en abril el trasvase del público hacia pagarés del Tesoro, con fondos procedentes de los vencimientos de pagarés bancarios. El saldo de pagarés del Tesoro en manos del público aumentó en abril en 385 m.m., mientras los depósitos en la banca experimentaron una fuerte caída (-31 % en tasa intermensual elevada a tasa anual). Los depósitos en las cajas crecieron a una tasa intermensual del 9,1 %, similar a la de los meses precedentes (véase cuadro 1).

Si se observan sus contrapartidas, el descenso en el ritmo de crecimiento de ALP parece estar asociado a una menor expansión de las necesidades de financiación tanto del sector público como del sector privado (véase cuadro 2). Se estima que la financiación concedida al sector privado creció en abril a un ritmo del 5 %, frente al 10,8 % en marzo y el 11,6 % en febrero. Para el conjunto de los cuatro primeros meses del año, el crecimiento de la financiación al sector privado es del 9,6 %, según datos provisionales. En cuanto al sector público, las profundas modificaciones en el calendario impositivo de 1986 dificultan enormemente la corrección estacional de las series. No obstante, se estima que prosiguió en abril la moderación del ritmo de crecimiento de las necesidades de financiación del sector público, que podría situarse alrededor del 24 % en tasa interanual T_{12}^1 .

1. Agregados monetarios (Ø) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T_1^1) %			Variación acumulada desde DIC de 1985 %		
		ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	26.427	22,5	16,2	9,5	16,6	16,5	14,7
Disponibilidades líquidas (M_3)	21.188	-0,9	3,9	-13,2	-3,2	-0,9	-4,1
Efectivo	2.085	28,1	21,7	-0,7	21,9	21,8	15,7
Depósitos de la banca	10.250	-13,1	-2,8	-31,2	-13,8	-10,3	-16,0
Depósitos de las cajas	7.796	10,8	10,2	9,1	6,1	7,5	7,9
Otros depósitos (a)	1.057	2,5	-2,5	22,2	3,8	1,6	6,4
Otros activos líquidos	5.239	250,6	94,1	194,2	206,6	163,3	170,7
Pagarés del Tesoro (b)	3.390	352,0	129,4	325,1	297,8	231,1	252,4
Otros activos (c)	1.849	134,8	47,2	61,1	105,4	83,9	77,9

(a) Banco de España y cooperativas.

(b) Adquiridos en firme o temporalmente.

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

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

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

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

	Saldos m.m. (p)			Variación intermensual (T ¹) %			Variación acumulada desde DIC de 1985 %		
	FEB (p)	MAR (p)	ABR (p)	FEB (p)	MAR (p)	ABR (p)	FEB (p)	MAR (p)	ABR (p)
Financiación total	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Sector público	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Sector privado	18.320	18.477	18.552	11,6	10,8	5,0	11,3	11,1	9,6
Crédito	16.794	16.935	17.021	14,6	10,6	6,3	12,9	12,1	10,6
<i>Banca</i>	10.224	10.290	10.298	15,3	8,0	0,9	14,1	12,0	9,1
<i>Cajas</i>	4.081	4.135	4.189	20,2	17,1	16,8	9,3	11,8	13,1
<i>Resto</i>	2.489	2.510	2.534	2,9	10,6	12,1	13,8	12,7	12,6
Valores y mercados monetarios	1.526	1.542	1.531	-16,0	13,3	-8,2	-4,8	0,9	-1,5

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 8.
Boletín Estadístico, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8, IX-9 y IX-10.

3. Tipos de interés (∅)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	1985 DIC	1986					
			Medias mensuales			Medias decenales: ABR		
			FEB	MAR	ABR	1	2	3
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación	1 d.	10,5	10,5	11,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	-	-
Venta de pagarés del Tesoro	1 a. ó más	9,5	-	9,3	-	-	-	-
TESORO:								
Subasta de pagarés	18 m.	-	9,2	9,2	8,8	9,1	-	8,8
INTERBANCARIO:								
Depósitos y dobles	1 d.	9,9	10,5	11,2	11,9	12,2	11,5	11,8
Depósitos	3 m.	10,5	10,7	11,6	12,3	12,5	12,2	12,0
	6 m.	11,0	11,1	11,7	12,1	12,5	12,1	11,8
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	9,5	9,7	10,3	9,6	10,4	9,2	9,2
	6 m.	9,4	9,5	9,6	9,1	9,6	9,0	8,7
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	9,4	9,2	9,2	8,9	9,2	8,8	8,7
MERCADO MONETARIO BURSATIL:								
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	9,2	9,0	9,0	8,6	9,0	8,7	8,3
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1 a.	9,9	9,7	...	9,6	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	9,5	9,7	...	9,7	...	...	...
Crédito de la banca (a)	1-3 a.	15,5	15,8	...	15,7	...	...	...
Crédito de las cajas (a)	1-3 a.	15,6	15,7	...	15,6	...	...	...
RENTABILIDADES BURSATILES:								
Deuda pública	2 a. ó más	12,3	12,4	12,3	12,1	...	...	...
Obligaciones eléctricas	3 a. ó más	14,9	14,8	14,4	13,9	...	...	...

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 3.
Boletín Estadístico, cuadros capítulos XI a XIII.

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	%			
	1985 DIC	1986		
		FEB	MAR	ABR
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	8,0	7,9	7,5	6,8
Franco suizo	4,2	3,9	3,8	4,0
Marco	4,7	4,5	4,4	4,4
Yen	7,5	6,0	5,5	4,9
Franco francés	11,1	14,7	12,9	8,3
Libra esterlina	11,7	12,6	12,2	10,4
Media ponderada (a)	7,0	6,9	6,5	6,1
Diferencial medio (b)	3,4	3,8	4,9	6,2

- (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 (véase cuadro 2), menos tipo medio ponderado exterior.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 22.

El Banco de España mantuvo en abril el tipo de interés marginal de la subasta de préstamos en el 12 %, lo que favoreció la estabilización de los tipos de interés interbancarios alrededor de dicho nivel. La comparación de las medias mensuales de marzo y abril (cuadro 3) refleja un ascenso de los tipos en operaciones con depósitos, aunque en el perfil intramensual se observa una ligera tendencia a la baja, más clara en los plazos más largos. En cuanto a las operaciones con pagarés, hasta la segunda decena de abril continuó ampliándose el diferencial con las operaciones con depósitos, produciéndose posteriormente una convergencia de los tipos, que ha continuado en los primeros días de mayo, aunque en los plazos más largos —más fácilmente trasladables al público y más sensibles, por tanto, a consideraciones fiscales— se mantienen diferenciales importantes.

La subida que han registrado los tipos de interés nacionales a corto plazo en marzo y abril ha coincidido con una clara tendencia a la baja en los tipos

5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en ABR 1986	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1985		
		FEB	MAR	ABR	FEB	MAR	ABR
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES							
Del dólar frente a:							
Marco	2,269	-4,5	-3,1	0,4	-7,3	-10,2	-9,9
Países desarrollados (b)	117,5 (c)	-8,3	2,0	-0,1	-9,2	-7,4	-7,5
De la peseta frente a:							
Dólar	143,7	4,1	3,1	-0,9	6,2	8,8	8,5
Franco suizo	75,7	-1,7	0,7	-1,3	-1,5	-0,8	-1,5
Marco	63,3	-0,6	-	-0,5	-1,6	-1,6	-2,2
Yen	82,2	-4,4	-0,2	-2,9	-1,6	-3,6	-6,4
Libra esterlina	215,3	3,8	0,7	-3,1	7,6	8,8	4,7
Franco francés	20,0	-0,5	-	2,5	-1,0	-1,0	1,4
CEE (b)	76,2 (d)	0,1	-0,1	-	-	0,1	0,1
Países desarrollados (b)	68,7 (d)	0,7	0,7	-0,4	1,2	1,9	1,5
Principales acreedores (e)	52,3 (d)	2,2	2,1	-1,0	5,3	5,8	4,8
TIPOS DE CAMBIO REALES (f)							
De la peseta frente a:							
Dólar	... (d)	-4,6	...	...	-6,0	...	...
CEE (b)	98,12 (d)	0,3	0,4	0,3	3,0	3,4	4,0
Países desarrollados (b)	89,90 (d)	1,0	0,9	-0,2	4,1	5,1	5,3

- (a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.
- (b) Medias ponderadas por el comercio exterior.
- (c) Índice base: Ø 1980-82=100.
- (d) Índice base: Ø 1980=100.
- (e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 4].
- (f) Medidos con precios de consumo. Los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 19 a 21.
Boletín Estadístico, cuadros XX-19 a XX-21.

6. Intervención del Banco de España

	ABR 1986	1986			ABR 1986		
		FEB	MAR	ABR	1 dec.	2 dec.	3 dec.
	Saldos a fin de mes en m.m.	Variaciones absolutas en m.m. (a)					
Activos de caja	3.359	168	301	-267	-343	7	69
CONTRAPARTIDAS:							
Efectivo (b)	-2.075	-14	-57	-15	-44	51	-22
Otros factores	3.649	298	-240	-167	-79	51	-139
Sector exterior	1.656	14	-58	-147	-7	-28	-112
Sector público	1.092	278	-97	-738	-77	78	-739
Otros fondos públicos	258	15	3	-2	-	-2	-
Cuentas diversas (b)	643	-9	-88	720	5	3	712
Operaciones con las instituciones financieras	1.785	-116	598	-85	-220	-95	230
Préstamos de regulación	496	-235	480	-177	-219	-167	209
Cartera de pagarés del Tesoro	557	50	126	73	-1	66	8
Dobles de pagarés del Tesoro (b)	-3	72	-6	35	3	6	26
Otros	735	-3	-2	-16	-3	-	-13
		Variaciones porcentuales sobre el mes anterior (T ₁ ¹)					
Activos de caja ajustados y desestacionalizados (c)	-	-2,5	5,2	-13,5	-	-	-
		Niveles medios en porcentajes					
EXCEDENTES DE CAJA (c):							
Sistema bancario	-	0,034	0,032	0,042	0,037	0,040	0,050
Banca	-	0,045	0,043	0,059	0,049	0,058	0,071
Cajas	-	0,019	0,018	0,020	0,022	0,018	0,021

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

(b) Aumento (-).

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 4.

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

extranjeros comparables. El movimiento concertado a la baja en los tipos de interés de los principales países ha continuado en abril, siendo destacable el fuerte descenso de los tipos del franco francés y, en menor medida, de la libra esterlina. Como consecuencia de ello, el diferencial entre el tipo interbancario español a tres meses y la media ponderada de las seis principales divisas al mismo plazo se situó en abril en 6,2 puntos: 2,8 puntos por encima del diferencial existente en diciembre de 1985. Sin embargo, hay que señalar que los tipos de interés reales españoles se habían situado a finales de 1985 en valores inferiores a los de la media de los principales países, de modo que parte de la ampliación del diferencial entre los tipos nominales responde a una aproximación a los tipos reales exteriores, mientras que otra parte es imputable al aumento del diferencial de in-

flación respecto a este conjunto de países en los primeros meses de 1986.

El índice de posición efectiva de la peseta experimentó una ligera depreciación en abril, en términos de medias mensuales, tanto frente al total mundial (-0,6 %) como frente a los países desarrollados (-0,4 %), a causa de la apreciación del dólar en los primeros días de abril, manteniéndose estable frente a la CEE. Respecto al tipo de cambio efectivo real, en los cuatro primeros meses del año registró una apreciación del 5,3 % frente a los países desarrollados y del 4,1 % frente a la CEE, como consecuencia de la ampliación del diferencial de inflación frente a ambos grupos de países y de la debilidad del dólar en el período enero-marzo, en el caso de los países desarrollados (véase cuadro 5).

Ante el fuerte crecimiento del saldo de pagarés del Tesoro en manos del público, el Banco de España instrumentó en abril una política de compensación a través de los pasivos computables. Para ello, absorbió un fuerte volumen de activos de caja, que experimentaron un descenso (-13,5%) en tasa intermensual elevada a anual. La evolución contractiva de los factores autónomos –especialmente del sector público, por el pago de impuestos en los últimos días de abril– permitió que la reconducción de los activos de caja tuviera lugar manteniendo un elevado saldo de préstamos de regulación monetaria (cuadro 6).

21-V-1986.

Nota sobre la evolución reciente de los mercados de acciones

Resumen

La subida de las cotizaciones de las bolsas de los países industrializados, iniciada en el verano de 1982, se aceleró de forma ostensible en 1985 y ha continuado en el primer cuatrimestre de 1986.

Las bolsas, impulsadas por la fuerte reducción de las tasas de inflación y de los tipos nominales de interés, están reflejando con su comportamiento una mayor confianza en la marcha global de la economía y, en particular, la expectativa de una continuada mejoría en la evolución de los beneficios empresariales.

El actual nivel de cotizaciones, que implica pagar precios que son casi diecisiete veces el beneficio del ejercicio anterior para el promedio de los países considerados (32 veces en el caso de Japón), se mueve todavía por debajo de la cota alcanzada por dicho *ratio* antes de la primera crisis del petróleo. La rentabilidad por dividendos de las principales bolsas mundiales, cercana al 3 %, es positiva, en términos reales, dada la evolución de la inflación, ya muy baja, hoy, en los grandes países industriales.

No obstante, en los dos últimos meses, están produciéndose realizaciones de beneficios que pueden afectar a las cotizaciones futuras.

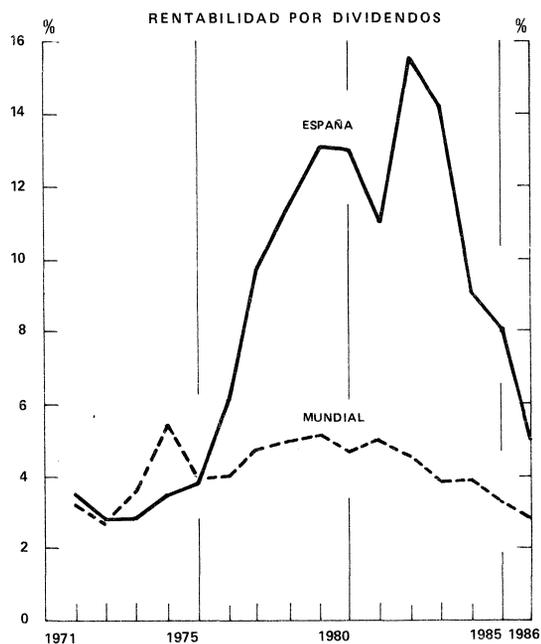
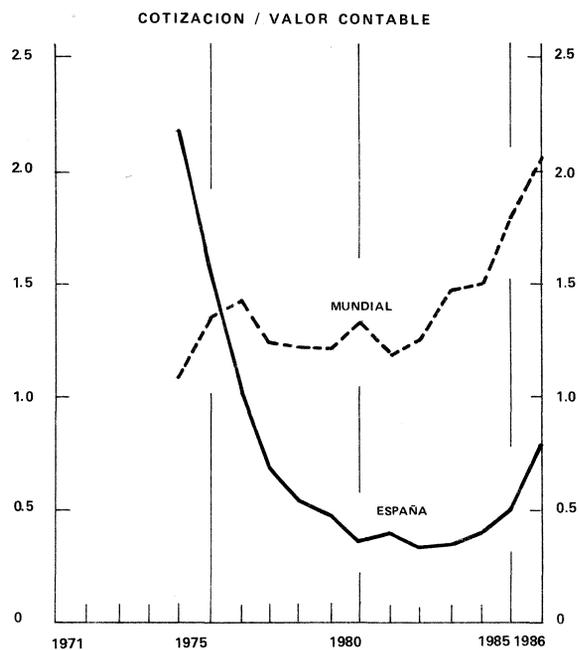
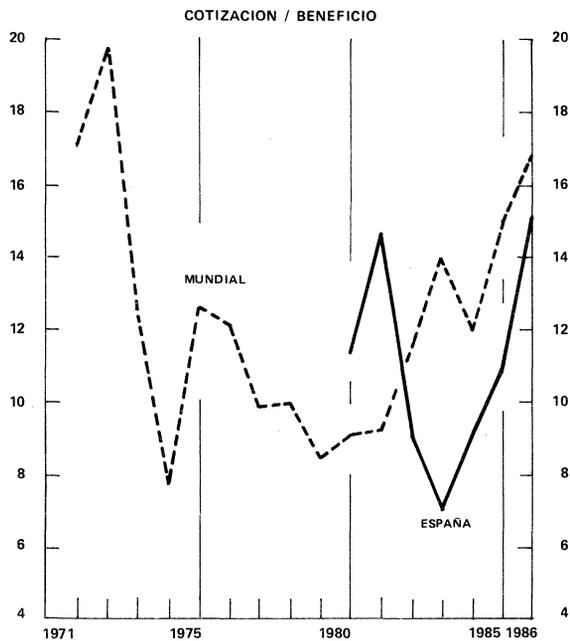
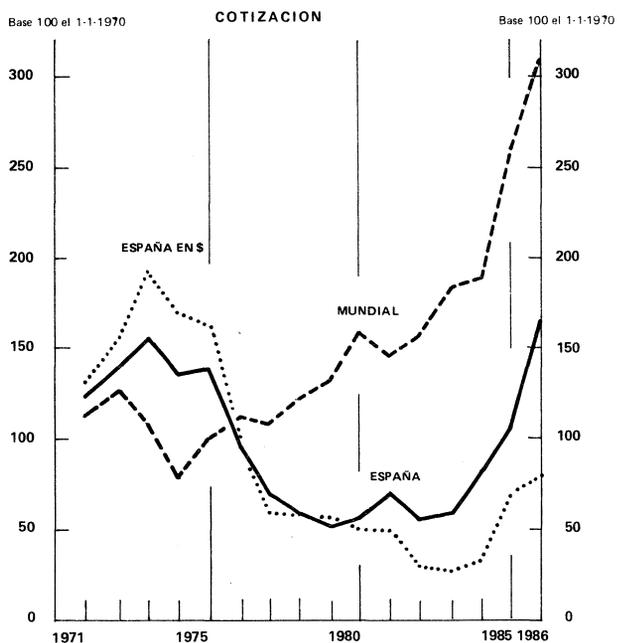
La bolsa española, incorporada más tardíamente a este proceso, ha sido la que ha experimentado la mayor revalorización en el primer cuatrimestre de 1986, lo que ha reducido buena parte del diferencial que tenía frente a las bolsas extranjeras.

1. Evolución reciente de los mercados exteriores

Desde el verano de 1982, la generalidad de las bolsas de los países desarrollados ha experimentado un elevado crecimiento de sus índices de cotización. El índice del «Morgan Stanley Capital International», basado en la cotización de unas 1.200 sociedades pertenecientes a las bolsas de 19 países (1), se ha re-

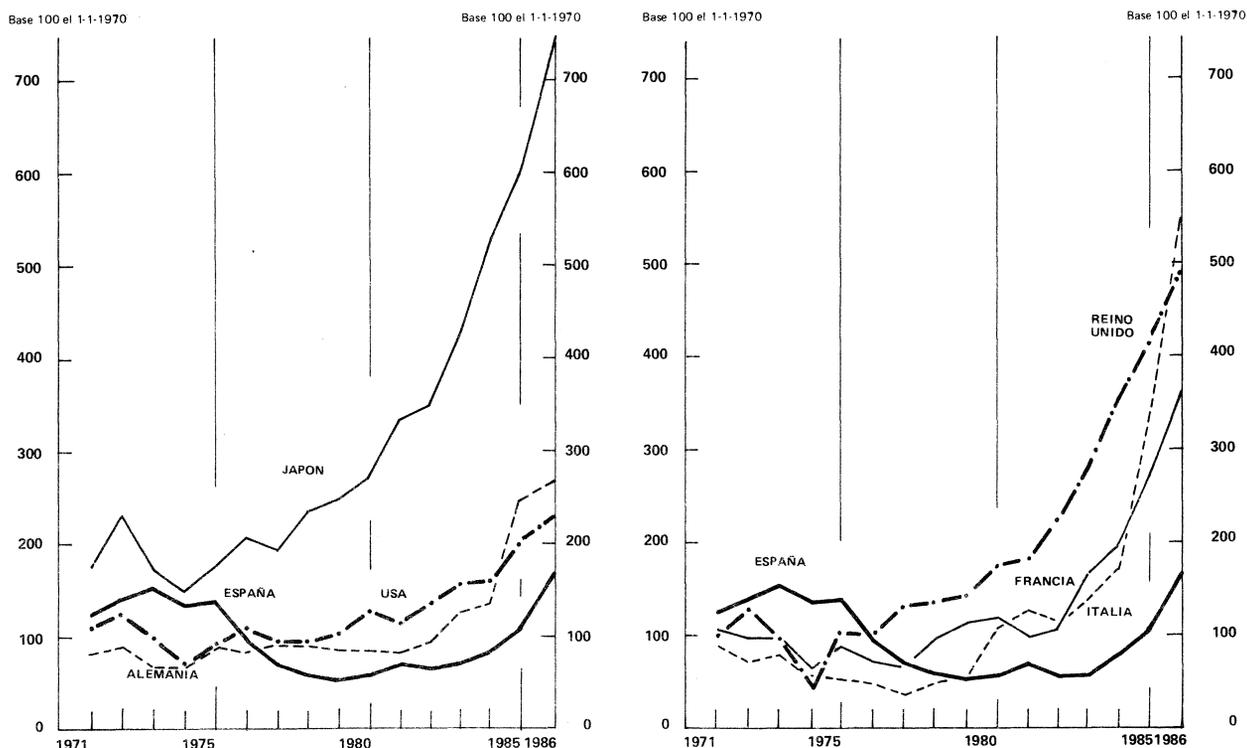
(1) Los índices mundiales que se utilizan en esta nota, tomados de la citada publicación, incluyen datos correspondientes a los siguientes países: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, USA, Francia, Reino Unido, Hong-Kong, Italia, Japón, Méjico, Noruega, Países Bajos, Singapur/Malasia, Suecia y Suiza.

1. Evolución de algunos indicadores bursátiles



FUENTE: Morgan Stanley Capital International.
 Nota: En el año 1986 los datos representados corresponden al mes de marzo.

2. Evolución del índice de cotización *



FUENTE: Morgan Stanley Capital International.

(*) En monedas nacionales.

Nota: En el año 1986 los datos representados corresponden al mes de marzo

1. Evolución del índice de Cotización en dólares USA (1)

	Indice Mundial	Indice España
1971	112,4	130,5
1972	127,1	155,5
1973	108,4	191,1
1974	78,2	168,8
1975	100,9	162,8
1976	111,3	99,0
1977	108,5	60,1
1978	122,3	58,7
1979	131,1	54,5
1980	159,2	50,3
1981	146,6	50,5
1982	155,2	31,2
1983	184,0	26,1
1984	187,2	33,2
1985	256,5	68,6
1986 (MAR)	309,6	79,9

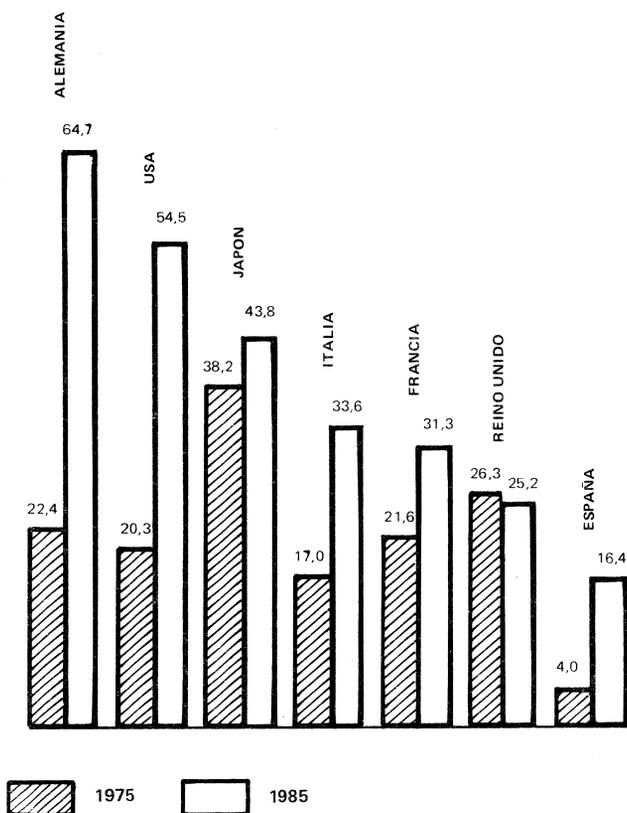
(1) Base 100 el 1-I-1970. Datos a fin de cada año.

Fuente: Índice mundial: «Morgan Stanley Capital International». El índice de España en dólares se ha construido a partir del índice en pesetas elaborado por dicha publicación aplicándole el tipo de cambio oficial comprador de fin de período del dólar.

valorizado en un 68 %, desde el cierre de 1983 y hasta finales de marzo de 1986. En términos de monedas nacionales, las subidas han sido las siguientes: casi un 300 % en Italia, algo menos del 200 % en España, más del 100 % en Francia y en Alemania, en torno a un 75 % en Japón y en el Reino Unido, y un 45 % en Estados Unidos (véase cuadro 3). Esta cuantiosa revalorización ha ido acompañada por un importante incremento de los volúmenes de contratación, que en 1985 superaron en casi un 50 % los de dos años antes y que han continuado aumentando en 1986.

Este comportamiento de las bolsas, que, en general, refleja una clara confianza en la marcha global de la economía y en el crecimiento sostenido de los beneficios de las empresas, ha estado asociado a la persistente reducción de la inflación y al descenso de los tipos de interés. No obstante, hay que tener en cuenta los distintos puntos de partida de los diferentes países para situar en sus justos términos este proceso de subida de las cotizaciones. Por ejemplo, en el gráfico 2 puede observarse que los países mediterráneos (España, Italia y Francia), que, como se ha señalado, están experimentando las mayores reava-

3. Contratación anual en % de la capitalización total del mercado



FUENTE: Morgan Stanley Capital International. El dato de España se ha elaborado utilizando los datos de la Bolsa de Madrid.

lizaciónes, han sido los más tardíos en incorporarse al movimiento alcista de las bolsas, mientras Japón, Estados Unidos y el Reino Unido han registrado incrementos en sus índices, desde períodos más alejados en el tiempo. Esta distinta velocidad de respuesta está asociada, sin duda, a los procesos de ajuste más decididos que han seguido estas economías. Asimismo, puede contemplarse en dicho gráfico que la intensidad de la recuperación ha sido muy diversa en unas y otras bolsas, poniendo de manifiesto características diferentes de los distintos países, algunas de ellas específicas de los mercados financieros, y otras, más relacionadas con factores estructurales de sus economías. Por último, la corrección registrada por los índices de las distintas bolsas, después del período de auge de los primeros años setenta, ha sido muy diferente, tanto en profundidad como en duración, en los diversos mercados de valo-

2. Evolución de los Índices de Cotización (1)

	En monedas nacionales			Ajustados de inflación		
	1980	1983	1986 (MAR)	1980	1983	1986 (MAR)
Japón	270,3	420,8	740,6	107,0	154,1	261,1
Italia	110,4	139,7	549,9	27,1	22,6	73,7
Reino Unido	176,4	281,6	494,5	44,9	57,7	90,9
Francia	118,4	165,2	364,5	43,5	44,4	87,7
Alemania	83,1	127,7	265,1	48,3	64,7	129,9
USA	128,5	156,4	227,7	56,2	58,2	78,9
ESPAÑA (2)	57,0	58,4	168,6	12,6	8,8	20,8
Media mundial	159,2	184,0	309,6			

(1) Base 100 el 1-1-1970.

(2) Aplicando el deflactor del IPC a la evolución del índice de la bolsa de Madrid, los datos serían: 1980-11,97; 1983-9,80; 1986 (MAR)-25,27.

Fuente: Los índices de bolsa se han tomado del «Morgan Stanley Capital International». Los índices de precios al consumo, del «Main Economic indicators. OCDE».

3. Incremento del índice de cotización entre DIC de 1983 y MAR de 1986

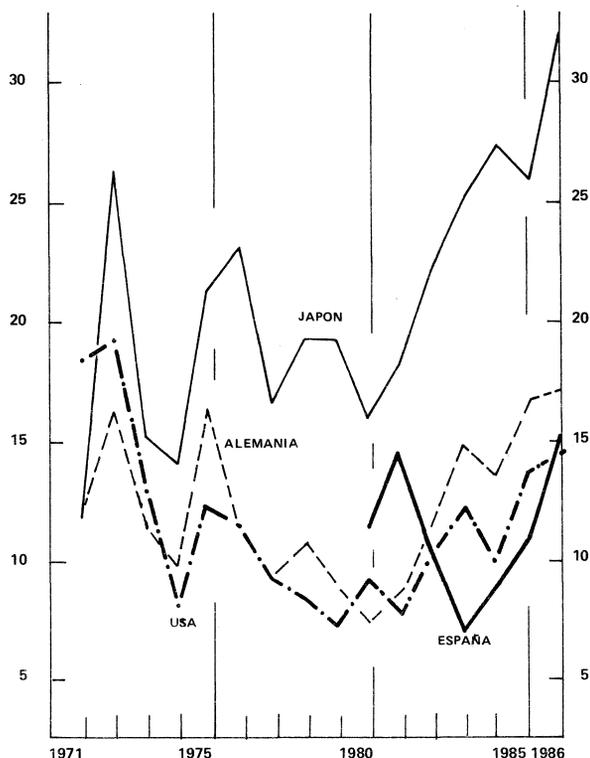
	Porcentajes	
	En monedas nacionales	
	A precios corrientes	Ajustados de inflación
Italia	293,6	226,1
ESPAÑA	188,7	136,4
Alemania	107,6	100,8
Francia	120,6	97,5
Japón	76,0	69,4
Reino Unido	75,6	57,5
USA	45,6	35,6
TOTAL	68,3	...

Fuente: Cuadro 2.

res. Todo ello hace que la evolución de los índices, con base 100 en enero de 1970, muestre resultados muy distintos en los países analizados. Por ejemplo, a finales de marzo de 1986, el índice correspondiente a Japón alcanzaba un valor del 741 %, el de Italia 550 %, el del Reino Unido 495 %, el de Francia 365 %, el de Alemania Federal 265 %, el de los Estados Unidos 228 % y el de España 169 % (véase cuadro 2).

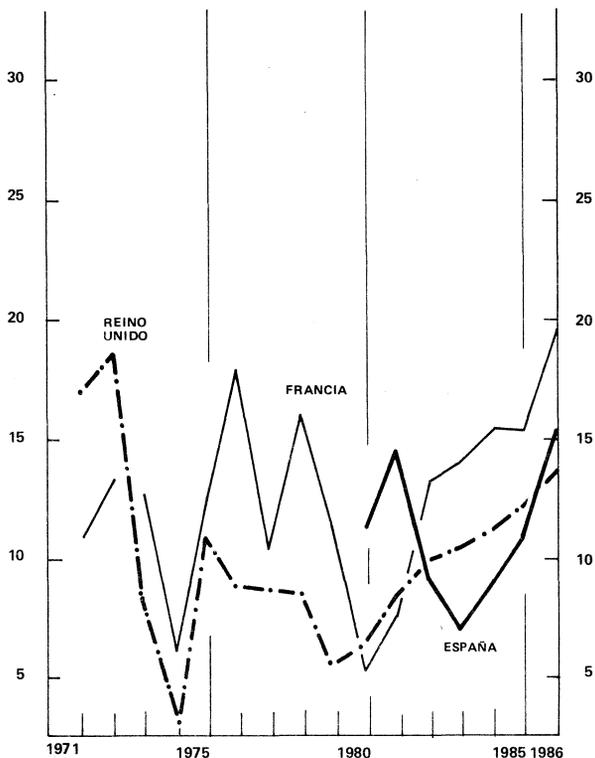
La rápida revalorización experimentada por los mercados de valores en los últimos años se ha frenado, a partir de la primavera de 1986. De hecho, desde el mes de abril, la evolución de los mercados da muestras de incertidumbre, lo que está llevando a algunos inversores a realizar los altos beneficios acumulados recientemente.

4. Cotización/beneficio



FUENTE: Morgan Stanley Capital International.

Nota: En el año 1986 los datos representados corresponden al mes de marzo.



4. Relación cotización/beneficio

	1980	1983	1986 (MAR)
Reino Unido	6,2	10,4	13,8
USA	9,1	12,2	14,5
ESPAÑA (1)	11,4	7,0	15,1
Alemania	7,4	15,0	16,9
Francia	5,2	13,8	19,7
Japón	16,1	25,1	32,1
Italia	...	...	40,0
Media mundial	9,1	13,9	16,8

(1) La cotización/beneficio está calculada a partir de los datos de las siguientes empresas incluidas en los índices elaborados por el Morgan Stanley Capital International: El Águila, Banco de Bilbao, Central, Español de Crédito, Hispano, Santander S.A., Cros, Dragados, CEPESA, FECSA, Hidrola, Iberduero, Unión-Fenosa, Sniace, Telefónica, Exploxivos y Unión y el Fénix.
Fuente: Morgan Stanley Capital International.

2. Evolución de la bolsa española

A finales de 1983, las bolsas españolas estaban infravaloradas. Si se analizan los principales indicado-

res bursátiles, se observa que, en esas fechas, la rentabilidad por dividendos registrada en las bolsas españolas era superior en 11 puntos a la observada en la media de los países incluidos en los índices del «Morgan Stanley Capital Internacional». La relación cotización/beneficio era en España la mitad del promedio referido, y la relación precio/valor contable (0,35 en España, frente a 1,47 de media mundial) era también favorable a los mercados de valores españoles. La evolución posterior parece haber cerrado algunos de estos diferenciales.

a) Evolución de la relación cotización/beneficio

En el caso español, la evolución reciente de la bolsa es coherente con la recuperación de los márgenes de beneficio registrada por las empresas en los últimos años y sugiere que los operadores mantienen expectativas de mejores resultados.

En efecto, en contraste con lo indicado en el párrafo anterior sobre la situación existente en 1983, la relación cotización/beneficio correspondiente a las empresas de la bolsa española, publicada por el

5. Rentabilidad por dividendos

	1980	1983	1986 (MAR)
ESPAÑA (1)	12,9	14,2	5,0
Reino Unido	6,4	4,8	3,9
USA	4,9	4,5	3,5
Alemania	6,4	3,7	2,6
Francia	6,4	4,7	2,6
Italia	1,9	3,1	1,4
Japón	2,0	1,3	0,8
Media mundial	4,7	3,8	2,8

(1) Corresponde a las empresas incluidas en la nota del cuadro 4.
Fuente: Morgan Stanley Capital International.

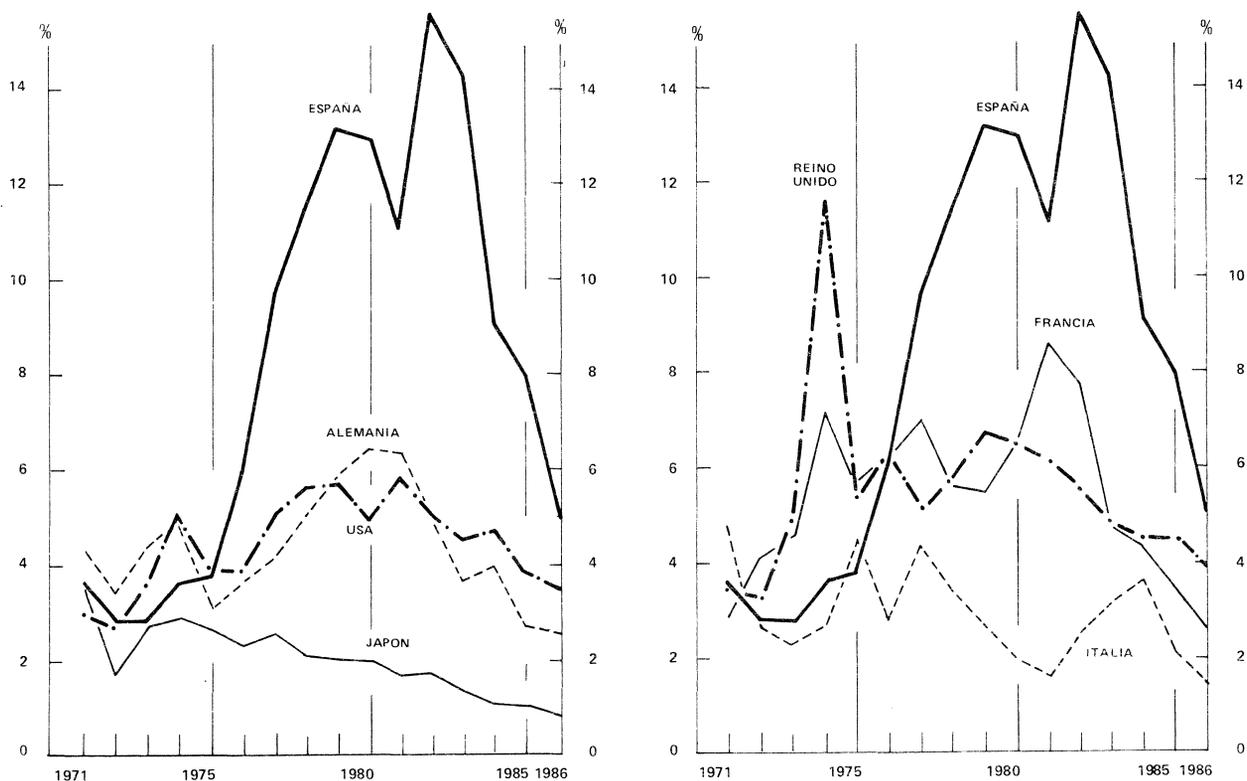
«Morgan Stanley Capital International», se situaba, a finales de marzo de 1986, por encima de 15, doblando su nivel de 1983, superaba a las correspondientes al Reino Unido y Estados Unidos, y se acercaba a la media mundial (véase el cuadro 4).

b) La rentabilidad por dividendos

En lo que se refiere a la rentabilidad por dividendos, la reciente evolución de las cotizaciones ha eliminado la ventaja comparativa de las bolsas españolas respecto a la media mundial (véase el cuadro 6).

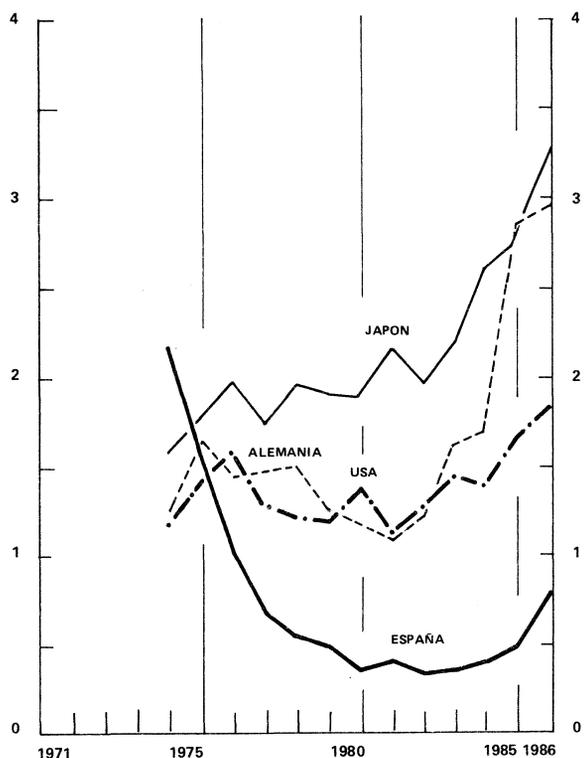
Entre 1983 y marzo de 1986, esta relación, que expresa rendimientos nominales, ha pasado del 3,8 % al 2,8 % en las bolsas extranjeras, y del 14,2 % al 5 % en España. Considerando que las tasas de inflación vigentes a finales de 1983 se situaban en torno al 4 % para el promedio de los países considerados en la muestra y en el 12 % en el caso de España, y que éstas se localizan ahora en torno al 1 %–2,5 % y el 6 %–8 %, respectivamente, la rentabilidad por dividendos, en términos reales, ha evolucionado en sentido positivo para las bolsas extranjeras (de un rendimiento ligeramente negativo o cero, se ha pasado a una rentabilidad real positiva), y en sentido negativo en las bolsas españolas, que, de ofrecer una rentabilidad positiva en torno al 2 %, han pasado a registrar una negativa del mismo orden.

5. Rentabilidad por dividendos



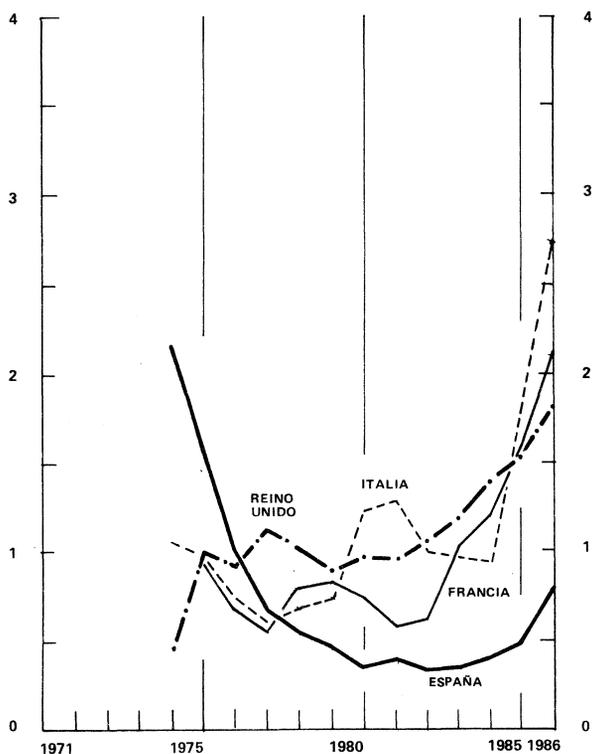
FUENTE: Morgan Stanley Capital International.
Nota: En el año 1986 los datos representados corresponden al mes de marzo.

6. Cotización/valor contable



FUENTE: Morgan Stanley Capital International.

Nota: En el año 1986 los datos representados corresponden al mes de marzo.



6. Cotización/valor contable

	1980	1983	1986 (MAR)
ESPAÑA (1)	0,36	0,35	0,79
Reino Unido	0,97	1,16	1,81
USA	1,38	1,45	1,83
Francia	0,75	1,03	2,12
Italia	1,22	0,96	2,75
Alemania	1,16	1,61	2,96
Japón	1,88	2,18	3,27
Media mundial	1,32	1,47	2,04

(1) Corresponde a las empresas incluidas en la nota del cuadro 4.
Fuente: Morgan Stanley Capital International.

c) La relación cotización/valor contable

Según este indicador, mientras en el promedio de las bolsas extranjeras está pagándose por las empresas más de dos veces su valor contable, en España sólo se paga un 80 % del mismo (véase el cuadro 5).

Tal situación, que, en principio, podría interpretarse en el sentido de que la bolsa española está infravalorada, puede tener también una interpretación diferente. Esta sería que los valores contables de algunas empresas españolas encubren unos activos a veces obsoletos, mientras los registros contables de las empresas extranjeras estarían más ajustados al valor real de un equipo capital más adaptado a los nuevos procesos de producción y capaz de generar mayores beneficios.

3. La Inversión en bolsa y la inflación

Es preciso señalar que, si bien a corto plazo las bolsas están experimentando importantes plusvalías, un análisis a más largo plazo muestra que sólo algunas han sido capaces de ofrecer a los inversores una rentabilidad real positiva (véase el cuadro 2). En efecto, considerando una inversión efectuada a principios de 1970, únicamente se ha revalorizado el ca-

pital invertido, si éste se colocó en las bolsas de Japón o Alemania. En el resto de las bolsas, los capitales invertidos, deflactados por los precios al consumo, se sitúan por debajo de su valor en 1970 (1).

24-V-1986.

(1) En estos cálculos no se ha tomado en consideración la reinversión de los dividendos. Pero, dado que estos no superaron las tasas de inflación vigentes (véase cuadro 6), puede afirmarse que el rendimiento total por dividendos y plusvalías debió de ser negativo en términos reales.

Las exportaciones de mercancías en el año 1986

Este artículo ha sido elaborado por José María Bonilla Herrera, del Servicio de Estudios del Banco de España, con la información derivada de los trabajos realizados por Juan José Camio, José Antonio Carro, Pilar L'Hotellerie e Ignacio Mauleón.

Resumen y conclusiones

Las cifras disponibles sobre la evolución de las exportaciones de mercancías españolas en el primer trimestre de 1986 muestran un comportamiento anormalmente negativo, tanto en relación con el de las variables que históricamente han explicado su evolución, como con la propia tendencia de la serie. En este artículo se analizan con detalle los datos disponibles, que sugieren que hay motivos suficientes para esperar que el comportamiento observado en los tres primeros meses responda a motivos circunstanciales, no extrapolables, por lo que parece, cuando menos, prematuro diagnosticar un cambio de tendencia en las exportaciones, de la magnitud sugerida por esas cifras.

El dato correspondiente al mes de abril refuerza la línea argumental de este artículo, en el que se acepta que las exportaciones españolas habrán de pagar un coste de ajuste por el ingreso en la CEE, lo que en 1986 se reflejará en una tasa de crecimiento real modesta, pero positiva —en torno al 2%—, a pesar de la evidencia negativa de los tres primeros meses del año.

Las exportaciones de mercancías en el año 1986

Los resultados alcanzados por las exportaciones de mercancías en el primer trimestre del año 1986 han supuesto una drástica ruptura con respecto a su evolución a lo largo de los últimos años. En relación con el mismo período del año anterior, registraron un retroceso próximo al 8,5%, en pesetas corrientes, lo que, suponiendo un crecimiento moderado en los precios de exportación, implica una caída real en torno al 10%. Con respecto al trimestre precedente, la tasa de variación anual de la serie desestacionalizada fue del -50%, cifra sin precedentes en los doce últimos años.

Los datos anteriores son de difícil interpretación; han puesto en cuestión las previsiones realizadas sobre el crecimiento real de la exportación en el año y han producido una gran incertidumbre sobre su evo-

lución en los próximos meses. Esta nota pretende aportar información que ayude a clarificar la situación actual.

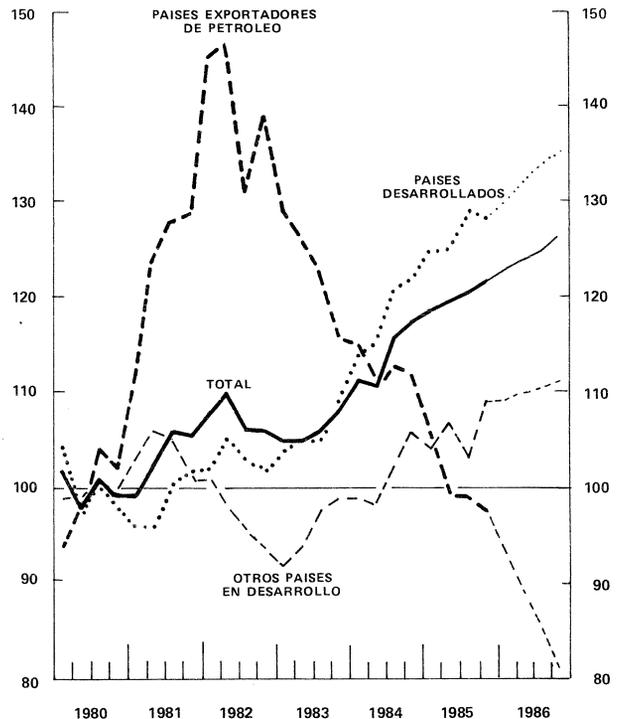
Entre el diferente instrumental analítico utilizado en el Servicio de Estudios del Banco de España para el análisis de la evolución a corto plazo y predicción de las exportaciones de mercancías, se incluyen estimaciones de funciones econométricas y modelos univariantes que, cada uno con sus peculiaridades y características propias, han mostrado en los últimos años una gran potencialidad. Basándose en la información por ellos facilitada, el Banco de España realizó, a lo largo del año 1985, predicciones sobre el crecimiento real de la exportación en dicho año, muy superiores a las que en aquellos momentos estaban considerando los diferentes analistas, y que, posteriormente, fueron ratificadas por los hechos.

La función de exportaciones de mercancías (1) utiliza como variables explicativas la demanda mundial —aproximada por la serie de importaciones no energéticas mundiales—, así como alguna medida de la competitividad exterior de la economía —precios relativos de exportación, tipo de cambio efectivo real con precios al consumo, etc.— incluyéndose, en esta última variables, cierta estructura de retrasos. La estimación más reciente realizada para esta ecuación, con datos del período 1974-1985, ha mejorado, incluso, la bondad de los resultados de las estimaciones precedentes, cifrándose en 1,5 el valor de la elasticidad de las exportaciones con respecto a la demanda mundial, y $-0,6$ el valor de la elasticidad-precio.

Los cálculos llevados a cabo sobre la evolución de nuestro mercado de exportación en 1986 prevén un crecimiento real ligeramente inferior al 4 % en el promedio del año, frente al 5,2 % registrado en el año precedente. Esta ligera caída en su ritmo de crecimiento (que contrasta, en cualquier caso, con el 7,4 % registrado en 1984) tiene su origen en la desaceleración prevista para las importaciones no energéticas de Estados Unidos, así como en el fuerte retroceso, superior al del año precedente, del mercado de países exportadores de petróleo. Los países europeos tendrán, de acuerdo con estas previsiones, un comportamiento más sostenido, aunque hay que tener en cuenta que la recuperación de la demanda nacional de estas economías incidirá, en un primer momento, de acuerdo con la información disponible, sobre las importaciones energéticas más que sobre las compras de manufacturas.

(1) Véase: I. Mauleón. Documento de Trabajo 8507. Servicio de Estudios. Banco de España.

1. Evolución de los mercados de exportación (a)



(a). Medidos por las importaciones reales no energéticas, para los países industriales, y las importaciones reales totales, para los países en desarrollo. Las ponderaciones utilizadas se derivan de la participación de las distintas zonas y países en el comercio español.

Fuente: OCDE, FMI y BE.

En cuanto a la segunda variable explicativa de la función de exportación —la competitividad—, se han considerado comportamientos muy moderados en los precios en pesetas de las exportaciones españolas, con tasas de crecimiento entre el 2 % y el 3 %. Estas tasas de variación se encuentran afectadas por el fuerte retroceso que tendrán, sin duda, los precios de los productos energéticos. El aumento implícito en el precio de los productos no energéticos es inferior a la tasa de inflación prevista para la economía, pero está en línea con la evolución esperada en los costes de producción, especialmente si se tiene en cuenta el fuerte componente de *inputs* importados —energéticos y no energéticos— que tienen nuestras exportaciones, y que en el año actual se abaratarán extraordinariamente.

En cualquier caso, el crecimiento previsto para los precios de las exportaciones no energéticas supone una pequeña pérdida de competitividad de estos productos en los mercados exteriores en el promedio del año, dado el aumento tan moderado que tendrán los precios de exportación de nuestros competi-

dores y la estabilidad relativa considerada para el tipo de cambio nominal de la peseta frente al conjunto de monedas de los países desarrollados (en concreto, se ha supuesto que el tipo de cambio nominal de la peseta frente al conjunto de monedas de dichos países se estabilizaría en el valor medio registrado en el mes de abril, lo que supone una depreciación media anual de la peseta de sólo el 1 %).

Los supuestos descritos para las variables consideradas —demanda mundial y competitividad—, se incorporaron a la ecuación de exportaciones para predecir la tasa de crecimiento real del año 1986, resultando un incremento medio anual en torno al 5 %.

Como es bien conocido, la tasa de crecimiento real predicha por la ecuación de exportaciones reflejaría la tendencia a medio plazo de esta magnitud, si las variables explicativas históricamente más relevantes evolucionarán de acuerdo con lo previsto en la estimación y no hubieran aparecido nuevos factores determinantes de la evolución tendencial de la serie. Sin embargo, a corto plazo, los datos registrarán desviaciones importantes con respecto a su comportamiento tendencial, debido a factores de muy diversa índole que pueden estar afectando, en un momento concreto, a la evolución de las exportaciones. De hecho, los datos disponibles para el primer trimestre del año, a los que se hizo referencia al comienzo de este artículo, suponen un elevado retroceso de las exportaciones de mercancías en términos reales con respecto al mismo período del año anterior, mientras que la predicción de la ecuación es de un aumento superior al 10 %. Se ha producido, pues, en la predicción un error muy alto, sin precedentes a lo largo de todo el período de estimación, siendo imposible, de momento, conocer si dicho error se debe a un elemento extraño de difícil determinación, o si obedece a la aparición, en ese período concreto, de un factor explicativo importante que se ha omitido en la estimación y que, hasta ahora, no había tenido especial relevancia.

Sobre este punto volveremos posteriormente; baste ahora señalar que, si en los datos predichos por la ecuación para el conjunto del año 1986 se sustituye el primer trimestre del año por los datos efectivamente registrados en este período (aunque, al estar deflactados, incorporan, como se indicó, un supuesto sobre precios de exportación), resulta una tasa de crecimiento real prácticamente nula para las exportaciones de mercancías en el promedio del año actual.

Frente a la capacidad analítica que poseen las ecuaciones econométricas del tipo de las analizadas anteriormente, *los modelos univariantes* de series

temporales, como los utilizados en el Servicio de Estudios del Banco de España (1), pueden ser un complemento adecuado en el análisis de la evolución de las exportaciones de mercancías a muy corto plazo. Estos modelos, al incorporar en sus predicciones sólo la información facilitada por la serie histórica correspondiente, son muy sensibles a las alteraciones que se producen en los datos. En este sentido, lo mismo que la ecuación de demanda de exportaciones recogía el error de predicción del primer trimestre de 1986 sin que ello afectara a la predicción de los trimestres sucesivos, pudiendo recomponerse así su estimación del crecimiento medio anual con esta nueva información (téngase en cuenta que la ecuación considerada carece de estructura dinámica), los modelos univariantes van cambiando su predicción de acuerdo con la información aportada por cada nuevo dato disponible.

La predicción del modelo univariante con datos hasta diciembre de 1985 de las exportaciones de mercancías en el primer trimestre de 1986 suponía una tasa de crecimiento en pesetas, en relación con igual trimestre del año anterior, del orden del 18 %, lo que implicaba un aumento, en términos reales, superior aún al previsto por la ecuación econométrica. El error de la predicción ha sido, por tanto, de nuevo elevadísimo, con la importante consecuencia, en este caso, de que los valores anormalmente bajos registrados por las exportaciones en el primer trimestre de 1986 condicionan la predicción de los meses restantes del año.

Es necesario, por tanto, hacer un paréntesis en la exposición, con el fin de profundizar en el origen del comportamiento de la exportación en los primeros meses del año actual, para tratar de obtener información relevante sobre su posible evolución futura. Para ello vamos a utilizar la información recogida en el cuadro adjunto, en la que se comparan las cifras de *exportaciones de mercancías según el Registro de Caja del Departamento Extranjero del Banco de España y según la Dirección General de Aduanas*.

Se observa cómo, a lo largo de todos los años considerados, la relación entre los ingresos por exportaciones y el valor contabilizado en la aduana es inferior a la unidad. Sin entrar a analizar aquí el problema de las discrepancias entre caja y aduanas (2), la existencia de un período normal de retraso en el cobro de las mercancías justificaría dicha relación

(1) Véase: A. Maravall. Documentos de trabajo 8405 y 8049. Servicio de Estudios. Banco de España.

(2) A este respecto, puede consultarse el artículo de J.J. Camio y M.R. Morales, publicado en el número de abril de 1986 de este boletín.

Exportaciones de mercancías

(m.m.)

Datos anuales			
	Aduanas (1)	Registro de Caja (2)	(2)/(1)
1980	1.493,2	1.362,3	0,912
1981	1.888,4	1.767,7	0,936
1982	2.258,0	2.053,8	0,910
1983	2.838,6	2.709,7	0,955
1984	3.731,1	3.272,0	0,877
1985	4.104,2	3.756,4	0,915
Datos trimestrales			
	Aduanas (1)	Registro de Caja (2)	(2)/(1)
1985:			
I TR	969,5	973,1	1.004
II TR	1.002,7	873,5	0,867
III TR	919,9	891,7	0,969
IV TR	1.207,8	1.018,1	0,843
1986:			
I TR	888,3	990,8	1.115
Datos mensuales			
	Aduanas (1)	Registro de Caja (2)	(2)/(1)
1985: OCT	380,4	346,6	0,911
NOV	366,7	325,2	0,887
DIC	460,7	346,2	0,751
1986 ENE	262,0	360,7	1,376
FEB	324,4	336,9	1,038
MAR	301,8	293,3	0,972

Fuente: Dirección General de Aduanas y Banco de España.

menor que la unidad, siempre que el valor de las exportaciones fuese aumentando a lo largo del tiempo, aunque, lógicamente, la relación no será contante. Pues bien, el hecho significativo que ahora nos interesa resaltar es el cambio tan brusco que se observa en el valor de los coeficientes de los meses comprendidos entre octubre de 1985 y marzo de 1986. En especial, los valores de diciembre de 1985 y enero de 1986 son, respectivamente, el más bajo y el más alto de los registrados en los últimos años.

Los datos sugieren, por tanto, que, en el último trimestre de 1985 —especialmente, en el mes de diciembre—, se produjo una reducción anormal en el valor del coeficiente (evidentemente, anormal, no sólo con respecto a los meses precedentes, sino también en relación con los mismos meses del resto de los años anteriores, no incluidos en el cuadro); e,

igualmente, que los valores del primer trimestre de 1986 —sobre todo, el del mes de enero— fueron más elevados que en otro período equivalente. Parece, pues, que, a lo largo del semestre mencionado, se han producido acontecimientos «anormales» que hay que tener en consideración a la hora de interpretar estos resultados, así como los de los modelos y ecuaciones previamente analizados. Algunos de ellos pudieron ser los siguientes.

En primer lugar, debido a la implantación del IVA, se eliminó la desgravación fiscal a la exportación a partir del primero de enero de 1986 —fecha del ingreso de España en la Comunidad Económica Europea—, por lo que, en el cuarto trimestre de 1985, debieron adelantarse exportaciones que, de otro modo, se habrían producido a primeros de 1986. Esto habrá hecho que, según Aduanas, la cifra de exportaciones en el último trimestre de 1985 haya sido superior, y la del primer trimestre de 1986, inferior, a las que se habrían producido normalmente. El efecto de este hecho sobre los datos de caja es difícil de precisar, puesto que no conocemos el retraso medio en el cobro de las exportaciones, pero es posible que el incremento de la exportación en los últimos meses de 1985 haya comenzado a reflejarse en el Registro de Caja en los meses iniciales de 1986.

En segundo lugar, en el cuarto trimestre de 1985, se generaron ciertas expectativas de devaluación del tipo de cambio de la peseta, originadas, seguramente, por la inminente entrada de España en la CEE, que desaparecieron a comienzos de 1986. Posiblemente, el efecto de esto en las cifras de Aduanas fue despreciable, pero trasladó ingresos del Registro de Caja del último trimestre de 1985 al primero de 1986.

Finalmente, la Dirección General de Aduanas ha informado que las cifras de los primeros meses del año actual son provisionales y están siendo sujetas a revisión, debido a los numerosos cambios que se han producido en nuestro arancel en enero y en marzo de 1986, lo que ha complicado enormemente las tareas de cómputo de dicho organismo. En principio, y con carácter muy provisional, se estima que el valor de la exportación, en el mes de enero del año actual, debería incrementarse en una cifra comprendida entre el 2 % y el 3 % de su valor en dicho mes.

Resulta muy difícil cuantificar la incidencia de los factores mencionados sobre la evolución de las exportaciones de mercancías —en términos de caja o en términos de aduanas— en los meses finales de 1985 y en los primeros de 1986, pero puede realizarse algún ejercicio que ilustre sobre la importancia de este tipo de alteraciones en los datos y sobre los

riesgos, por tanto, de derivar conclusiones basadas en ellos, en tanto no se disponga de una mayor evidencia que confirme el carácter permanente de la alteración observada.

Como se mencionó anteriormente, el modelo univariante de las exportaciones de mercancías fue prediciendo razonablemente bien la evolución de las exportaciones a lo largo del año 1985. Podría tenerse una idea del adelanto que se produjo en la exportación, según Aduanas, en el último trimestre de 1985, si se comparasen las cifras realmente registradas en dicho período con las que el modelo predecía en el mes inmediatamente precedente, es decir, con datos hasta septiembre de 1985. La cifra así obtenida podría trasladarse a enero de 1986, y debería incrementarse también, de acuerdo con la información sobre la revisión prevista en los datos de aduanas para dicho mes, de modo que entonces se vería la tasa de crecimiento anual, en pesetas corrientes, que se obtendría para el promedio de 1986 (1).

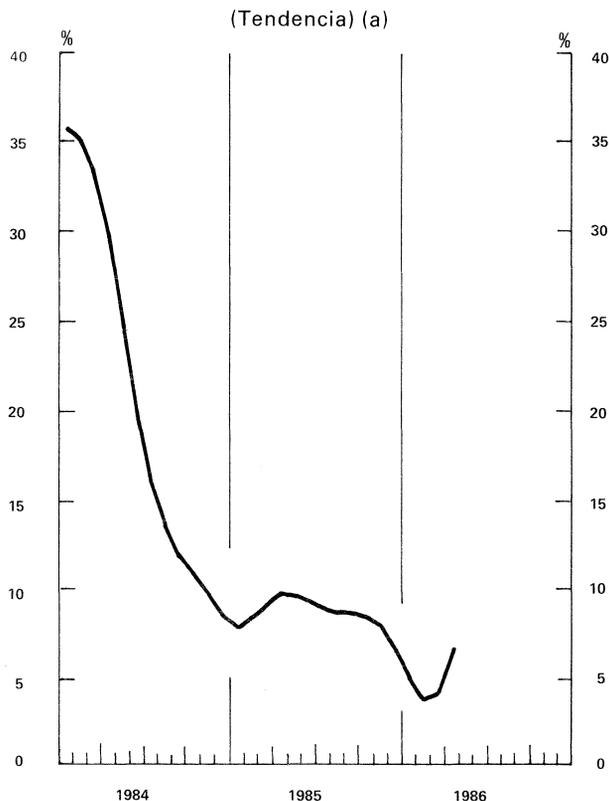
Este ejercicio se ha realizado —incorporando la cifra correspondiente al mes de abril que estuvo disponible prácticamente al final de este trabajo—, y la tasa resultante es del 4 %, aproximadamente, que, en términos reales —de acuerdo con la previsión comentada sobre precios de exportación—, supone un crecimiento en torno a la unidad, muy parecido al que se obtenía con la ecuación de exportaciones cuando se corregía su predicción del primer trimestre de 1986 con lo datos efectivamente realizados en él.

Parece, pues, que, con la información disponible en el momento actual, podría preverse una tasa de crecimiento real para las exportaciones de mercancías en el año 1986, que fluctuase entre el cero y el 2 %, bien entendido que, para alcanzar un resultado de este orden, tendría que producirse, a lo largo de los meses restantes del año, una recuperación de las exportaciones en línea con su comportamiento tendencial, tal como sugiere la evolución prevista para sus principales determinantes y la propia evolución del dato de abril. Esto, sin duda, supone considerar los resultados del primer trimestre de 1986 como un episodio pasajero; de no ser así, los resultados de la previsión deberían revisarse a la baja.

La pregunta clave, por tanto, es: ¿puede suponerse que el hundimiento de la exportación en el primer trimestre de 1986 es algo circunstancial, que no debe

(1) Téngase en cuenta que el paso de la exportación de finales de 1985 a primeros de 1986 se hace, exclusivamente, a efectos de predicción, sin alterar los datos de ninguno de los dos períodos al calcular las tasas de variación anuales.

2. Exportaciones de mercancías



(a). Tasa intertrimestral elevada a anual de la tendencia.
Fuente: DGA y BE.

condicionar la evolución de la exportación en el resto del año, o, por el contrario, se trata de la primera manifestación de un fenómeno mucho más permanente cuya incidencia se mantendrá en los meses sucesivos? La respuesta, con la información disponible en el momento actual, no es, por supuesto, todavía concluyente. La incertidumbre generada ante la integración de la economía española en la CEE, que lleva consigo cambios importantes en el arancel, en la desgravación fiscal, en las expectativas sobre el tipo de cambio, etc., puede justificar movimientos erráticos en las cifras —de lo que el adelanto de exportación hacia los meses finales de 1985 no es más que una manifestación marginal—, que, volverán a encontrar una senda de evolución normal cuando los agentes se adapten a la nueva situación. Esta postura se encuentra avalada, en cierta medida, por el dato de exportación correspondiente al mes de abril, que muestra una importante recuperación en su tendencia, tras el bache sufrido en el primer trimestre del año (véase gráfico 2). No hay que olvidar, sin embargo, que la economía española tiene que pagar un precio por su integración en un área económica más competitiva y menos protegida, y que la desaparición

ción de la subvención encubierta que suponía la desgravación fiscal a la exportación debe de estar afectado a la venta de nuestros productos en los mercados exteriores, en un momento de recuperación de la demanda nacional. Precisamente por ello, una tasa de crecimiento real para la exportación de bienes positiva, pero modesta —en torno al 2 %, tal como se ha considerado posible en las páginas precedentes—, parece un objetivo razonable y alcanzable, a pesar de los resultados anómalos del primer trimestre del año.

26-V-1986.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en abril de 1986

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		
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS										
BARCELONA (18-IV-86)	9,50	11,50	13,50	13,50	=	13,50	15,00	15,50	29,00	29,00
CATALANA (18-IV-86)	9,50	11,50	13,50	13,50	=	13,50	15,00	15,50	29,00	29,00
CREDIT & COMMERCE (22-IV-86)	9,50	11,50	13,25	14,00	=	13,50	14,50	15,50	22,00	22,00
ISLAS CANARIAS (1-IV-86)	=	12,25	14,00	=	=	=	=	=	=	=
MURCIA (29-IV-86)	9,75	11,75	13,75	15,00	=	14,00	15,00	=	=	=
SANTANDER DE NEGOCIOS (29-IV-86)	-	-	-	-	-	12,13	12,25	14,00	18,00	18,00
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS										
INDUSTRIAL DE CATALUÑA (18-IV-86)	9,50	11,50	13,50	13,50	=	13,50	15,00	15,50	29,00	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA (4-IV-86)	-	-	9,00	=	=	13,00	14,50	15,00	=	=
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO (18-IV-86)	9,50	11,50	13,50	13,50	=	13,50	15,00	15,50	29,00	29,00
POPULAR INDUSTRIAL (19-IV-86)	=	=	=	=	=	12,50	=	=	=	=
(23-IV-86)	=	=	=	=	=	=	=	14,00	=	=
BANCOS EXTRANJEROS										
BRUXELLES LAMBERT (14-IV-86)	=	=	=	=	=	=	=	13,25	19,00	19,00
COMERCIAL ITALIANA (1-IV-86)	13,75	13,75	=	=	=	13,75	=	=	=	=
(4-IV-86)	14,00	14,00	=	=	=	14,00	15,75	=	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (2-IV-86)	=	=	=	=	=	12,75	12,50	=	16,75	16,75
(8-IV-86)	=	=	=	=	=	13,00	12,75	=	17,00	17,00
(17-IV-86)	=	=	=	=	=	12,63	12,50	13,00	16,23	16,23
(23-IV-86)	=	=	=	=	=	12,13	12,00	=	16,13	16,13

(Continuación) 2

Modificaciones en abril de 1986

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		
DRESDNER BANK (30-IV-86)	12,65	=	12,40	11,15	=	12,75	12,50	=	=	=
FIRST INTERSTATE (1-IV-86)	=	=	=	=	=	12,75	=	=	=	=
(4-IV-86)	=	=	=	=	=	13,50	=	=	=	=
(9-IV-86)	=	=	=	=	=	13,00	=	=	=	=
(18-IV-86)	=	=	=	=	=	12,75	=	=	=	=
FIRST N. BANK OF CHICAGO (7-IV-86)	=	=	13,63	13,63	=	13,63	13,63	=	=	=
(14-IV-86)	=	=	13,25	13,50	=	13,25	13,50	=	=	=
(24-IV-86)	=	=	12,88	12,88	=	12,88	12,88	=	=	=
(30-IV-86)	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
MORGAN GUARANTY TRUST (24-IV-86)	=	=	=	11,00	10,50	12,25	12,00	=	=	=
NATIONAL WESTMINSTER (3-IV-86)	=	=	13,50	14,50	=	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORRO										
ALMERIA (4-IV-86)	=	=	8,00	12,00	14,00	11,00	12,50	14,00	=	(4,00)
BADAJOS (4-IV-86)	=	=	=	13,00	14,50	=	13,00	14,50	=	(4,00)
GALICIA (16-IV-86)	9,50	11,00	13,00	=	=	=	=	=	=	=
GENERAL CANARIA (29-IV-86)	9,25	11,25	12,75	14,25	15,00	=	13,50	13,50	=	=
GUIPUZCOA PROVINCIAL (30-IV-86)	=	=	=	=	=	=	12,75	13,00	=	=
INSULAR CANARIA (8-IV-86)	=	=	=	=	=	=	14,00	14,00	=	=
(29-IV-86)	=	=	=	=	=	11,00	11,00	=	=	=
PONTEVEDRA (18-IV-86)	=	=	=	14,25	14,50	14,00	14,25	14,50	=	=
TARRAGONA (30-IV-86)	9,50	10,00	12,50	15,00	15,00	=	=	=	=	=
VIGO (19-IV-86)	=	=	8,50	=	=	=	=	=	=	=
ZAMORA (11-IV-86)	=	=	9,00	=	=	=	=	=	=	=

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

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
7/86, de 10 de abril	Transmitiendo la circular núm. 33/1986, de 18 de marzo, de la Dirección General de Transacciones Exteriores, sobre cuentas extranjeras de pesetas ordinarias abiertas en las entidades delegadas a nombre de no residentes.	
8/86, de 28 de abril	Entidades de depósito. Provisiones por riesgo-país.	9 mayo 1986
9/86, de 28 de abril	Entidades delegadas. Mercado de divisas de contado.	12 mayo 1986

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Carta circular de 24 de abril de 1986 (Ref. Int. CV 8/86)	Prórroga de presentación de la certificación consular. (Circular 29/1985.)
Cuarta parte circular 4/86 de 14 de febrero	Anexos del 1 a 17.