

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

julio- agosto 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.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T₆¹ Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio_t).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T₃³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun} + \text{Jul}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

Advertencias

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

Indice

Página

- 4 La economía española en el primer semestre de 1986
- 41 Regulación financiera: segundo trimestre de 1986
- 51 Información del Banco de España
- 52 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Vigentes a 30 de junio de 1986
- 57 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
- 58 Publicaciones recientes del Banco de España
- 61 Indicadores económicos

La economía española en el primer semestre de 1986

Resumen

La desaceleración, en 1985, en el ritmo de crecimiento de la economía americana tras su fuerte impulso en el año precedente no fue compensada por las economías europeas, cuya lenta salida de la crisis vino caracterizada más por la consolidación de los ajustes en sus desequilibrios básicos que por el crecimiento de la actividad económica. En este contexto incierto, en el que, en algunos momentos, pareció que el impulso americano de 1984 podría quedar como un episodio aislado en el desarrollo de la crisis, el descenso de los precios del petróleo abrió nuevas perspectivas favorables para los países consumidores. Además, el deslizamiento a la baja del dólar, al mejorar las perspectivas de inflación de las economías europeas, abría márgenes para políticas económicas menos restrictivas en aquellos países que, como Alemania y Japón, tenían mayores posibilidades de tomar el relevo de la economía americana en el sostenimiento de la recuperación mundial, pero que habían mostrado una fuerte resistencia a cualquier política que pusiera en peligro los logros alcanzados en la lucha contra la inflación.

A pesar de este contexto favorable, la evolución efectiva en el primer semestre de 1986 de la economía mundial, en general, y de las economías europeas, en particular, ha sido bastante menos positiva que las expectativas mantenidas al inicio del período. Los efectos negativos del descenso del dólar sobre las exportaciones de las economías europeas y, sobre todo, de Japón se han dejado sentir, de momento, con más fuerza que sus efectos beneficiosos sobre la propia economía americana; y algo similar cabe decir del hundimiento de los mercados de la OPEC y demás países productores, cuyas consecuencias desfavorables han precedido a cualesquiera efectos beneficiosos que los países consumidores puedan recibir en un futuro próximo.

La incorporación de la economía española a la Comunidad Económica Europea en este contexto internacional de expectativas favorables y realizaciones mediocres se ha reflejado en una evolución de su saldo neto exterior, que, en términos reales, registra una aportación negativa al crecimiento del PIB como resultado de unas exportaciones débiles y unas importaciones que, en sus componentes no energéticos, crecen de forma importante, impulsadas por el sostenimiento de la demanda interior y favorecidas por el desarme arancelario. En el cuadro adjunto se presentan las previsiones de evolución de los principales agregados macroeconómicos para 1986, que, por lo que a las exportaciones se refiere, incorporan

1. Previsión de los principales agregados macroeconómicos en 1986

Tasas de variación

	Reales		Deflatores	
	1985 (a)	1986 (b)	1985 (a)	1986 (b)
Consumo privado nacional	1,5	3,0	8,3	8,0
Consumo público	3,0	2,5	9,7	8,0
Formación bruta de capital	4,5	7,9	7,5	6,1
<i>Capital fijo</i>	4,5	6,5	—	—
<i>Construcción</i>	(0,5)	(4,5)	(—)	(—)
<i>Bienes de equipo</i>	(12,2)	(10,0)	(—)	(—)
<i>Variación existencias (c)</i>	0,0	0,3	—	—
Demanda nacional	2,3	4,0	8,3	7,6
Exportación de bienes y servicios	3,8	2,3	7,1	3,2
Importación de bienes y servicios	5,6	6,6	4,5	-11,8
Saldo neto exterior (c)	-0,3	-0,8	—	—
PIB A PRECIOS DE MERCADO	2,0	3,0	8,9	10,8

(a) Estimación.

(b) Previsión.

(c) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: BE.

un supuesto de recuperación en la segunda mitad del año, en respuesta a la mejora esperada en la economía mundial. Aunque se prevé un crecimiento sostenido de las importaciones no energéticas durante todo el año, las compras exteriores de petróleo y derivados, que, en los primeros meses, han retrocedido en términos reales, posiblemente pasarán a registrar tasas de variación positivas en el segundo semestre. Por ello se estima que la aportación real neta del sector exterior al crecimiento del PIB —cifrada en -0,8 puntos para el promedio del año— podría ser de una magnitud similar en los dos semestres. No obstante, y pese al signo negativo de la aportación del saldo exterior en términos reales, la valoración monetaria de los flujos correspondientes arroja un superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se estima por encima de los 5.000 millones de dólares para el conjunto del año, como consecuencia de la evolución extraordinariamente favorable de la relación real de intercambio resultante del abaratamiento no sólo de los precios de petróleo, sino también de los de las importaciones no energéticas.

La demanda interior consolidó en la primera mitad del año la recuperación iniciada en el precedente, aunque la comparación de su evolución respecto de los últimos meses de 1985 sea bastante menos favorable que cuando se compara con iguales períodos del año anterior, debido al fuerte impulso que había registrado en los últimos meses del pasado año, posiblemente en un proceso de adelanto especulativo de compras previo a la entrada en vigor del IVA. La formación bruta de capital, que ya durante todo el

año 1985 mantuvo ritmos de crecimiento sostenidos en su componente de maquinaria y equipo, vio reforzada su trayectoria positiva por la inversión en construcción, a lo que debió de unirse, además, un proceso de reposición de las existencias que, probablemente, habían disminuido de forma importante en los meses previos, al ser utilizadas por las empresas para atender al brusco aumento registrado por su demanda en ese período. El consumo privado, por su parte, también consolidó la recuperación del año anterior, sostenido por la evolución favorable del empleo y por unos salarios monetarios que invirtieron la tendencia a la desaceleración que había caracterizado su comportamiento en los años precedentes.

En conjunto, y a pesar de la aportación real negativa del saldo neto exterior, se estima que el PIB a precios de mercado pudo crecer, en el primer semestre de 1986, en torno al 3,0 % sobre igual período del año anterior —crecimiento real nulo o ligeramente positivo respecto del semestre precedente—. Adviértase que la consecución de una tasa media para el conjunto del año de ese orden de magnitud, que es la previsión recogida en el cuadro adjunto, incorpora unas expectativas de crecimiento importantes para la segunda mitad del año, ya que el producto interior habría de acelerar su ritmo de aumento respecto del primer semestre de 1986, hasta tasas anuales superiores al 5,0 %, para que el crecimiento medio del 3,0 % pudiera alcanzarse. En este sentido, si las expectativas favorables en torno a la recuperación del contexto internacional siguieran sin reflejarse en la evolución efectiva de las economías de los países

desarrollados, la previsión de crecimiento de la economía española para el año en curso habría de revisarse también a la baja.

Por otra parte, el logro de una desaceleración de las tasas de inflación españolas hasta los niveles hoy dominantes en el contexto de los países desarrollados constituye condición necesaria para que la incorporación de la economía española a la Europa comunitaria se salde de la forma menos costosa posible a corto plazo y con beneficios ciertos en un horizonte más dilatado. Y ello requerirá de un esfuerzo importante en un futuro inmediato, ya que, en 1986, la introducción del IVA, la aceleración en los costes del trabajo por unidad de producto y la transmisión sólo parcial a precios interiores del abaratamiento de los precios energéticos —todo ello en un contexto de relativa holgura monetaria— han determinado un aumento en los diferenciales de precios entre la economía española y las europeas.

La tasa de inflación sigue evidenciando síntomas de resistencia a pesar de la evolución favorable de los precios importados. Si se excluyen los efectos del IVA y las perturbaciones del comportamiento errático de los precios de los alimentos sin elaborar, la tendencia a la desaceleración de los precios al consumo está siendo más lenta de lo que cabía esperar en el nuevo contexto de precios exteriores —se estima una tasa de inflación subyacente en torno al 6,5 %, excluido el IVA—. Ello significa que los efectos deflacionistas sobre los precios finales derivados del entorno internacional favorable han sido neutralizados, en buena medida, por un comportamiento expansivo de los deflatores del valor añadido interior —salarios monetarios y márgenes de beneficio— y por el sector público —a través de la mayor imposición indirecta que pueda haberse derivado del IVA y, sobre todo, de la fiscalidad de los productos petrolíferos—. En el cuadro 1 se presentan unas estimaciones sobre la evolución previsible en 1986 de los deflatores de los principales agregados macroeconómicos, que, al margen de su mayor o menor grado de acierto en la medición cuantitativa de la tasa de variación media que finalmente registren, sí ilustran sobre las características del proceso inflacionista español en el año. La aceleración prevista en el ritmo de crecimiento del deflactor del producto interior bruto a precios de mercado no es sino la expresión del mismo fenómeno citado, es decir, un aumento de los precios finales —el deflactor de la demanda se estima en el 7,6 %—, superior al que cabría esperar teniendo en cuenta el fuerte retroceso de los precios importados —estimado en torno al -11,8 %.

La necesidad de doblar la resistencia a la desaceleración mostrada por los componentes internos

del proceso inflacionista en 1986 se hace patente si se tiene en cuenta que, para el futuro, ya no cabe esperar un retroceso de los precios internacionales de la energía tan intenso como el registrado en los pasados meses, y que el deslizamiento del dólar, que explica una parte importante del abaratamiento de los otros precios de importación, aun cuando continúe en un futuro próximo, difícilmente lo hará con la misma fuerza. Como, además, tampoco cabe esperar aumentos de la productividad aparente del trabajo de magnitud similar a los de años anteriores —en la medida en que el ajuste a la baja del empleo parece haber concluido—, subsisten ciertos riesgos de un rebrote inflacionista interior en momentos de desaceleración de precios exteriores.

1. Panorama internacional

Como se ha señalado en ocasiones anteriores, 1985 fue un año de menor crecimiento que 1984 en los países industriales y en la economía mundial en general. Estuvo caracterizado por una convergencia de la tasa de crecimiento de la economía americana hacia los bajos niveles registrados en Europa desde principios de esta década. Sin embargo, a lo largo de ese año, se generó una serie de condiciones que marcaron el entorno económico para 1986 en un sentido que nadie ha dudado en calificar de positivo.

Así, ya en la primavera de 1985, se inició un proceso de depreciación del dólar, que, reforzado a partir del mes de septiembre por el acuerdo explícito de las autoridades de los principales países desarrollados, ha continuado hasta el presente. Esta depreciación es un factor indispensable para posibilitar la corrección del fuerte desequilibrio de la balanza de pagos de Estados Unidos y para acallar las presiones proteccionistas que surgen continuamente desde diversos sectores del país. El descenso de la divisa americana vino acompañado de caídas en los tipos de interés a corto y largo plazo, reforzadas, ya en 1986, por los recortes efectuados por las autoridades monetarias sobre los tipos de interés directamente fijados por ellas. Por otro lado, como es sabido, en otoño del pasado año se inició una caída en los precios del petróleo que llegó a situarlos, en los primeros meses de este año, a un tercio de su valor inicial en los mercados *spot*. Este descenso supone una importante transferencia de renta real de los países productores a los consumidores de petróleo, y un elemento de presión a la baja sobre los precios, que ha ampliado considerablemente los márgenes de maniobra de la política económica en los países industrializados.

Esta mejora general de las condiciones económicas no se ha plasmado, sin embargo, en previsiones especialmente optimistas por lo que al ritmo de crecimiento del producto se refiere. Como puede verse en el cuadro 2, la OCDE sitúa dicho crecimiento, en el área de los países desarrollados, en un 3 % para 1986 —lo que supone una ligera revisión al alza con respecto a lo previsto en diciembre de 1985— y a un nivel algo superior para 1987. Dichas tasas no permitirían siquiera un descenso significativo en la tasa de desempleo de ese conjunto de países. Las perspectivas de reducción de la tasa de inflación se han visto más favorecidas por los factores descritos, tanto en términos de deflactor del PIB, como, en mayor medida, en términos de precios al consumo. La OCDE prevé un crecimiento del 3,5 % del deflactor del consumo para 1986 en el conjunto de países miembros.

Los resultados conocidos hasta el momento sobre la evolución de las economías de los principales países industrializados en los primeros meses de 1986 son aún más modestos de lo que las previsiones anteriores implicarían. En Estados Unidos, el PNB creció a una tasa anual del 2,9 % durante el primer trimestre, mejor, sin duda, que las alcanzadas en los últimos meses de 1985, pero baja en relación a las expectativas de reactivación creadas por la depreciación del dólar. La demanda exterior neta siguió ejerciendo un efecto negativo sobre el nivel de actividad. La recuperación de las exportaciones fue más lenta de lo previsto inicialmente, y, en cuanto a las importaciones, no iniciaron aún el deseado descenso, pues, aunque es claro el efecto de la depreciación del dólar sobre el volumen de bienes procedentes de Europa y Japón, hay que tener en cuenta que la divisa americana no ha caído tanto frente a las monedas de

ciertos países en desarrollo con los que los Estados Unidos mantienen importantes relaciones comerciales. Por otro lado, la inversión en capital fijo experimentó un fuerte retroceso, reflejo de los recortes previstos en los planes de gasto de las empresas. Desde la óptica de la oferta, cabe destacar la mala situación de los sectores petrolífero y manufacturero, mientras que los servicios siguieron generando empleo. Esta tónica apagada parece haber continuado durante el segundo trimestre y abre grandes interrogantes en cuanto a la posibilidad de un crecimiento más sostenido en la segunda parte del año.

La economía japonesa comenzó a sentir el impacto negativo de la apreciación del yen, en toda su magnitud, durante los tres primeros meses de 1986, sin que los componentes interiores de la demanda pudiesen contrarrestar el retroceso de las exportaciones. Como resultado, el PNB registró un crecimiento negativo por primera vez en muchos años, sumergiendo a la economía en lo que podría ser una seria recesión. En Europa, dentro de unas perspectivas moderadas como las que vienen repitiéndose hace tiempo, las sorpresas parecen situarse del lado negativo: la economía alemana registró un descenso del producto del 1 % en el primer trimestre de 1986, reflejo de la debilidad tanto de las exportaciones como de la demanda interna. Francia y el Reino Unido, que obtuvieron mejores resultados, son, sin embargo, economías con un menor potencial expansivo que la alemana, debido a sus circunstancias particulares. Francia presenta aún importantes desajustes en su aparato productivo, y el Reino Unido depende, en gran medida, de su sector energético, que fue por otra parte, el responsable único del crecimiento registrado por esta economía en el primer trimestre.

2. Economía internacional: principales macromagnitudes

	Tasas de variación y %											
	PIB/PNB			Demanda interna			Deflactor PIB/PNB			Desempleo (b)		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987
Estados Unidos	2,2	3,0	3,8	2,8	3,3	3,5	3,4	2,8	2,5	7,2	7,0	6,8
Japón	4,6	3,3	3,0	3,7	4,3	4,3	1,7	1,5	0,3	2,6	2,8	3,0
Alemania	2,4	3,5	3,0	1,4	4,3	4,3	2,1	2,3	1,0	8,3	8,0	7,3
Francia (a)	1,2	2,5	2,5	2,0	3,3	2,8	5,9	4,3	2,3	10,2	10,3	10,3
Reino Unido (a)	3,2	3,0	2,3	2,4	3,3	3,3	6,1	3,8	3,5	11,9	12,0	11,8
Italia (a)	2,3	2,8	2,8	2,4	3,3	3,3	8,8	8,0	4,3	10,6	11,0	11,5
Canadá	4,5	3,8	3,3	5,4	3,8	2,3	3,2	2,0	2,5	10,5	9,5	9,5
Otros países OCDE	2,9	2,5	2,3	3,0	2,8	2,3	9,8	8,8	7,8	11,6	11,5	11,8
OCDE	2,8	3,0	3,3	2,9	3,5	3,3	4,7	4,0	3,0	8,3	8,3	8,3
PRO MEMORIA:												
CEE	2,2	2,8	2,5	2,0	3,3	3,3	5,9	5,0	3,0	11,6	11,5	11,5

(a) PIB.

(b) En porcentaje de la población activa.

Fuente: OCDE, Economic Outlook núm. 39, mayo 1986.

Así, pues, Alemania y Japón, las dos economías que, en principio, deberían tomar el relevo de la economía americana como motores de la expansión económica general, han obtenido resultados decepcionantes en los primeros meses del año, retornándose, en cierto modo, a la situación de 1984, caracterizada por un diferencial de crecimiento positivo a favor de Estados Unidos, aunque a unas tasas muy inferiores a las registradas aquel año. Hay que tener en cuenta que los Estados Unidos deben realizar un ajuste importante en su balanza comercial y que la única alternativa a que este ajuste se realice en un clima de crecimiento económico, que estimule sus exportaciones, es la reducción de sus importaciones, conseguida mediante una recesión que, sin duda, tendría repercusiones negativas a nivel mundial. Los resultados del primer trimestre se pueden interpretar, sin embargo, como una situación transitoria en la que los efectos positivos del descenso en los precios del petróleo no se han dejado sentir aún, mientras que los factores negativos ya han surtido un efecto en términos de menores exportaciones a los países exportadores de petróleo —y a Estados Unidos en el caso de Europa y Japón, como resultado de la apreciación de sus monedas frente al dólar—, y de recesión del sector petrolero, en el caso de Estados Unidos. Cabría esperar, por tanto, que, en los próximos meses, ejerzan su efecto los factores positivos, es decir, una mayor renta real disponible para el gasto en las economías de los países consumidores, que debería traducirse en una demanda interna más fuerte. La desaceleración en los precios que debe garantizar esa mayor renta real es ya un resultado tangible: los precios al consumo se situaron, en el mes de abril, tan sólo un 2,6 % por encima de su nivel en abril de 1985, en el conjunto de la OCDE, habiéndose registrado tasas intermensuales negativas en diversos países de la zona en los meses transcurridos en 1986. No obstante, conviene recordar que, una vez que los precios del petróleo se estabilicen a un determinado nivel, por reducido que este sea, ya no ejercerán presiones a la baja sobre los niveles de precios de los países consumidores, y que, por tanto, su efecto reductor de la tasa de inflación se agotará.

En cuanto al sentido de la política económica llevada a cabo en los países desarrollados a lo largo de los últimos meses, hay que señalar el carácter más acomodante de la política monetaria, menos dependiente del cumplimiento estricto de los objetivos, que ha permitido descensos importantes en los tipos de interés nominales. Los tipos de interés reales siguen situados, sin embargo, en niveles muy elevados, debido a la fuerte desaceleración de los precios, y pueden explicar, quizá, el comportamiento deprimido de algunos componentes de la demanda. En

los meses de marzo y abril, se realizaron reducciones concertadas de tipos de interés de intervención por parte de las autoridades monetarias de los principales países industrializados, además de las intervenciones, también concertadas, en los mercados de cambios, iniciadas en septiembre de 1985. La política fiscal adoptó un signo más restrictivo en el conjunto del área desarrollada, tras la iniciativa tomada en Estados Unidos para reducir su déficit fiscal, aunque todavía es pronto para hablar de resultados concretos. En el resto de los países la orientación conjunta sigue siendo restrictiva. Las recientes iniciativas tomadas por los principales países para llevar a cabo acciones coordinadas de política económica marcan un camino que es necesario seguir, si se quieren aprovechar, bien y a tiempo, las posibilidades que ofrece el entorno económico actual para la corrección de los desequilibrios existentes en la economía internacional.

Las perspectivas de crecimiento de los países en desarrollo suponen un mantenimiento de los resultados conseguidos en 1985. Según las últimas previsiones del FMI, el crecimiento en 1986 se situaría en un 3 % para el conjunto de estos países, frente al 3,2 % alcanzado el año anterior. El descenso de los precios del petróleo supondrá una transferencia neta de renta real desde el conjunto de países en desarrollo hacia los países industrializados, si bien es cierto que, dentro de los primeros, algunos grupos de países saldrán beneficiados por este movimiento. Por otra parte, el comportamiento previsto para los precios de las materias primas no petrolíferas implica un nuevo deterioro de la relación real de intercambio de los países productores con respecto a los productores de manufacturas. El proteccionismo es otro factor de la actual escena económica internacional que ensombrece las perspectivas de los países en desarrollo, al limitar su acceso a los diversos mercados de exportación. Todos estos factores, junto con los problemas de ajuste que se derivan de la situación de endeudamiento de algunos países de esta área, parecen sumirles en un círculo vicioso de escaso crecimiento, inversiones insuficientes y expectativas desfavorables. Es cierto también que el descenso en los tipos de interés ayudaría a aliviar la situación de algunos de los países más endeudados.

La situación del mercado de petróleo está determinada por la incapacidad de los países productores para llegar a un acuerdo que permita elevar los precios de forma significativa. El objetivo que se han propuesto alcanzar, a finales de año, los países pertenecientes a la OPEP es el de 17 a 19 dólares por barril, aunque no han logrado establecer aún el reparto de cuotas que lo haga operativo. Un precio alrededor de los 15 dólares por barril puede considerarse bene-

ficioso tanto para los países consumidores, que no verían aumentar significativamente su dependencia energética, como para los países productores con recursos potenciales a largo plazo, como Arabia Saudita que podrían explotar rentablemente sus propios yacimientos, desplazando, a la vez, a los productores marginales y aumentando, por tanto, su cuota de mercado. No está claro, sin embargo, que el mercado pueda estabilizarse en el próximo futuro.

El crecimiento del comercio mundial previsto para 1986, es del 3,5 %, ligeramente superior al 3 % alcanzado en 1985, e incorpora una hipótesis de desaceleración del volumen de intercambios de productos manufacturados y de recuperación del comercio de petróleo, que sufrió un retroceso en 1985. No obstante, las importaciones de los países exportadores de petróleo retrocederán en 1986 y 1987, mientras que las del resto de los países en desarrollo pueden ir recuperándose a la par que sus exportaciones. En cuanto al comercio entre los países industriales, se espera que, de acuerdo con los movimientos en los tipos de cambio, se aceleren las exportaciones de Estados Unidos y se desaceleren las de Europa y Japón. A pesar de ello, los desequilibrios de balanza de pagos entre el primer país y los segundos se verán acentuados, en 1986, debido al predominio de los efecto-precio sobre las modificaciones de los flujos reales a corto plazo.

2. Demanda y actividad productiva

2.1. Demanda exterior

La integración de la economía española en la Comunidad Económica Europea, al comienzo del año actual, trajo consigo el inicio de un proceso irreversible de apertura al exterior de nuestra estructura productiva, que estuvo acompañado, a su vez, de cambios legislativos importantes derivados de la implantación del impuesto sobre el valor añadido, que afectaron a los mecanismos hasta entonces vigentes de desgravación fiscal a la exportación, así como al impuesto de compensación de gravámenes interiores.

La constatación de estos hechos y la evidencia del coste que, a corto plazo, se había de derivar de la integración en un área económica más competitiva y eficiente, puso en marcha un proceso de formación de expectativas de depreciación del tipo de cambio de la peseta, que dio lugar a movimientos especulativos que se reflejaron en las cifras del comercio exterior de los meses finales de 1985 y primeros de 1986. Se produjo un adelanto en las cifras de exportaciones de mercancías contabilizadas por la Dirección

General de Aduanas —con el fin de cobrar la desgravación fiscal a la exportación—, mientras que se retrasaba su cobro para beneficiarse de una posible depreciación del tipo de cambio. En cuanto a las importaciones, si bien las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio suponían un aliciente para su rápida realización, el fenómeno pudo verse atenuado ante la proximidad de las primeras rebajas arancelarias. En términos de caja, sí se dio, inequívocamente, un proceso de adelanto en su pago, ante las expectativas de depreciación mencionadas.

Los factores anteriores, junto con los numerosos cambios que se han producido en la metodología con la que se elaboran las estadísticas aduaneras, con variaciones muy importantes en los criterios de valoración de los flujos comerciales exteriores, dificultan el análisis de la evolución del comercio exterior en la primera mitad del año actual, en especial cuando se pretende compararlo con el período inmediatamente precedente.

Se ha estimado que las exportaciones de mercancías en el primer semestre del año actual tuvieron una tasa de variación real negativa —en torno al 3 %— en relación con el mismo período del año anterior. Este comportamiento se vio atenuado por la evolución favorable de los ingresos por turismo, por lo que la estimación para el conjunto de exportaciones de bienes y servicios es de un descenso, en términos reales, muy reducido, inferior al 1 %.

Las importaciones de mercancías, por su parte, tuvieron en la primera mitad del año un crecimiento real superior al 4 %, igualmente en relación con el primer semestre de 1985, pero con comportamientos muy distintos en sus componentes energético y no energético. Las importaciones de productos energéticos retrocedieron en términos reales casi un 10 %, mientras que las de productos no energéticos se incrementaron en un 12 %. La estimación actual para el conjunto de importaciones de bienes y servicios en el primer semestre de 1986 es de un aumento real en torno al 3,5 %, con respecto a los mismos meses del año anterior.

Como consecuencia de las estimaciones anteriores, se considera que la demanda exterior tuvo, en el primer semestre del año actual, con respecto al mismo período del año anterior, una aportación negativa al crecimiento real del producto interior, valorada en casi un punto porcentual.

Como ya se ha indicado, y debido a los desplazamientos especulativos antes comentados, no parece que tengan un significado económico preciso las comparaciones de las variables anteriores con res-

pecto a su evolución en el periodo precedente; pero, en cualquier caso, no cabe duda de que darían también como resultado una aportación negativa de la demanda exterior al crecimiento del PIB real en el primer semestre del año actual.

La evolución de las *exportaciones de mercancías* a lo largo de los seis primeros meses de 1986 ha estado condicionada por todo el conjunto de factores mencionado en los párrafos anteriores, que han acentuado el carácter errático de esta serie. Pese a ello, en el análisis agregado de los datos correspondientes al primer semestre, se evidencian pautas de comportamiento que se relacionan con los determinantes básicos de su evolución a medio plazo.

Los indicadores sobre la *competitividad exterior de la economía española* —tipo de cambio real con precios al consumo o con costes unitarios del trabajo en la industria, entre otros— muestran cómo el proceso de ganancia de competitividad que se produjo a lo largo del año 1985 —debido a la depreciación del tipo de cambio nominal de la peseta—, y que fue especialmente intenso en relación con las monedas de los países de la CEE, se interrumpió en el último trimestre del año. Desde entonces, la mayor estabilidad relativa del tipo de cambio nominal y la ampliación del diferencial de inflación de nuestra economía con respecto a los países desarrollados han motivado apreciaciones en los tipos de cambio reales (pérdidas de competitividad) a lo largo de los seis primeros meses del año actual, que han oscilado entre el 5 % para los países desarrollados y el 3 % para los países de la CEE, aproximadamente. No obstante, las comparaciones con respecto al primer semestre de 1985 ofrecen resultados diferentes, ya que el perfil que tuvieron los índices a lo largo de 1985 hace que se produzca una pérdida de competitividad muy reducida con respecto a los países desarrollados y que se gane competitividad (un 3 % aproximadamente) con respecto a los países comunitarios. Cálculos similares realizados con respecto al dólar de los Estados Unidos mostrarían la fortísima apreciación de la peseta frente a esta moneda en términos reales.

El deterioro de la competitividad exterior de la economía española en los primeros meses del año en curso, especialmente intenso en el área comercial del dólar, ha visto atenuados sus efectos por la moderación que se observa en la evolución de los índices de valor unitario de las exportaciones, impuesta por la posición de precio-acceptantes con la que se enfrentan la mayoría de nuestros productos en los mercados exteriores. Esta situación, evidentemente, no puede mantenerse a medio plazo, debido a la compresión de márgenes de explotación que supo-

nen para las empresas exportadoras, y evidencia, una vez más, la imposibilidad de mantener estructuras de precios y costes tan dispares en relación con las de aquellos países de nuestro entorno económico. En este sentido, resulta de interés llamar la atención sobre el hecho de que el único elemento moderador en la evolución de los costes de producción de la economía española en el año actual proviene del abaratamiento registrado en el precio de los *inputs* importados, siendo fundamental el papel que en este proceso está desempeñando la estabilidad del tipo de cambio nominal de la peseta.

La evolución de los *mercados de las exportaciones* españolas en los meses transcurridos del año 1986 ha corrido parejas con el desarrollo experimentado por las economías de los distintos países. La información disponible parece indicar que ha sido el mercado europeo el que ha mostrado mayor dinamismo, aunque sigue manteniéndose una cierta incertidumbre sobre las posibilidades de una recuperación más sólida en la segunda parte del año. La economía de los Estados Unidos está dando síntomas claros de debilidad, y los países en desarrollo continúan siendo un factor de retroceso en la evolución del comercio mundial, en especial los países exportadores de petróleo. También respecto a la segunda parte del año son mejores las perspectivas existentes para los países en desarrollo no exportadores de petróleo, de cuyas tasas de crecimiento se espera que vayan recuperándose a la par que sus exportaciones.

Los contextos descritos sobre el desarrollo de la competitividad exterior de la economía española y los mercados de exportación están siendo, por encima de los factores erráticos mencionados anteriormente, los determinantes básicos de las exportaciones de mercancías en el transcurso del año 1986. En el cuadro número 3 se observa el mejor comportamiento de la exportación a los países de la CEE y la fuerte caída de las ventas a Estados Unidos, y, en mayor medida aún, a los países en vías de desarrollo.

La exportación a la CEE, prescindiendo del componente de productos energéticos, tuvo, en el primer semestre del año, un crecimiento en pesetas, en relación con el mismo período del año anterior, del 12 %, lo que, en términos reales, supone tasas de avance próximas al 7 %. Si en la segunda parte del año se consolida la recuperación de la economía europea, en especial de la alemana, y no continúa el proceso de pérdida de competitividad de los primeros meses de 1986, estas tasas de crecimiento pueden mantenerse con facilidad para el promedio del año, habida cuenta de que, además de los factores mencionados, la evolución de estas exportaciones se irá viendo fa-

3. Comercio exterior de España por áreas económicas (a)

m.m. y %

	Importaciones			Exportaciones		
	I. SE 1985	I. SE 1986	Tasa de variación	I. SE 1985	I. SE 1986	Tasa de variación
Total	2.552,1	2.344,0	- 8,2	1.971,5	1.892,7	- 4,0
OCDE	1.406,6	1.629,7	15,9	1.394,2	1.460,4	4,8
CEE	888,1	1.089,9	22,7	1.019,9	1.093,5	7,2
EE.UU.	287,8	255,6	-11,2	176,9	165,8	-6,3
Resto OCDE	230,7	284,2	23,2	197,4	201,2	1,9
OPEP	527,7	307,2	-41,8	137,9	116,6	-15,5
COMECON	72,4	47,5	-34,4	84,0	64,4	-23,4
Resto América	266,1	160,6	-39,7	75,7	55,4	-26,9
Resto del mundo	279,2	198,9	-28,8	279,7	196,0	-29,9

(a) Debido a algunos problemas en la disponibilidad de los datos del comercio exterior, la cifra de exportaciones del año 1985 está infravalorada en 4.9 m.m., no habiéndose realizado la rectificación por no saber a qué grupo de países corresponde. Igualmente, los datos del «resto del mundo» del año 1986 recogen los correspondientes a ciertos grupos de productos para los que no se conoce el país de origen o de destino. Las diferencias son insignificantes y no invalidan las cifras aquí presentadas.

Fuente: DGA.

vorecida por el proceso de desarme arancelario iniciado en el mes de marzo pasado.

El retroceso de la exportación a los Estados Unidos fue, en cierta medida, mayor aún de lo que reflejan las cifras del cuadro 3, ya que, si se prescindiera de las ventas de productos energéticos, que tuvieron un impulso inusitado en la segunda mitad de 1985, que se mantiene todavía, la tasa de variación en pesetas pasa a ser del -10,5 %, lo que supone tasas reales muy negativas. La debilidad mencionada de la economía norteamericana, la depreciación del dólar y, en general, los continuos problemas comerciales de nuestros productos en este país, deben de ser las causas que expliquen resultados tan desfavorables, manteniéndose su incertidumbre para la segunda parte del año.

La caída de la exportación a los países en vías de desarrollo fue muy elevada, debido, también en este caso, a los problemas que atraviesa gran parte de estas economías y a la depreciación del dólar, moneda muy importante en el comercio con estas áreas económicas. Las expectativas para la segunda parte del año son quizás más favorables, en especial en lo que concierne a los países no exportadores de petróleo.

En cuanto a las *importaciones de mercancías*, en el cuadro número 4 se recoge su desglose por grupos de productos en el primer semestre de 1986, así como su comparación con el mismo período del año anterior.

El fuerte crecimiento del conjunto de importaciones de productos no energéticos, con una tasa de va-

riación en pesetas próxima al 13 % —lo que supone, dada la moderación en el precio de estos bienes, aumentos reales en torno al 12 %—, fue especialmente intenso en el grupo de bienes de consumo, pero también los bienes de equipo mantienen el dinamismo que ya mostraron a lo largo del año anterior. Aunque es la evolución de la demanda nacional el determinante básico del comportamiento de esta variable, es importante señalar cómo el crecimiento de las importaciones de productos manufacturados procedentes de países de la CEE está alcanzando cotas extraordinarias. No cabe duda de que la integración de la economía española en la CEE y el proceso de apertura hacia el exterior que ello supone han sido factores explicativos de la magnitud alcanzada por estos resultados. En la medida en que la economía española mantenga en la segunda parte del año el ritmo de avance previsto para su demanda nacional, este proceso mantendrá su vigor.

De acuerdo con los datos facilitados por la Dirección General de Aduanas, el precio medio del barril de crudo de petróleo importado en el primer semestre del año actual fue de 20 dólares, frente a 27,5 dólares en el mismo período del año anterior. El precio alcanzado por el crudo en el mes de junio fue de 16 dólares-barril, aproximadamente. La caída del precio del crudo en dólares se vio acrecentada, para la economía española, por la depreciación del dólar frente a la peseta, con lo que el valor unitario en pesetas de las *importaciones de productos energéticos*, en los seis primeros meses de 1986, fue un 38 % menos que el registrado un año antes.

Las cifras anteriores no se corresponden con la información disponible sobre crudo de petróleo

4. Comercio exterior de España por grupos de productos (a)

m.m. y %.

	Importaciones			Exportaciones		
	I. SE 1985	I. SE 1986	Tasa de variación	I. SE 1985	I. SE 1986	Tasa de variación
Productos animales y vegetales	108,4	146,7	35,4	204,2	212,1	3,9
Productos alimenticios elaborados	76,9	68,7	-10,6	95,1	84,7	-10,9
Materias primas no energéticas para la agricultura	97,0	84,9	-12,4	17,4	23,8	36,7
Productos energéticos	946,5	532,1	-43,8	172,9	137,8	-20,3
Otras materias primas no energéticas y productos intermedios	685,5	750,9	9,6	741,5	648,4	-12,6
Bienes de consumo	128,0	185,4	44,8	382,6	423,4	10,7
<i>No duraderos</i>	48,5	61,4	26,5	170,2	164,5	-3,3
<i>Automóviles</i>	32,7	54,6	67,0	178,8	221,5	23,9
<i>Otros duraderos</i>	46,8	69,4	48,3	33,6	37,4	11,2
Bienes de equipo	504,7	572,0	13,3	344,0	353,2	2,7
<i>Maquinaria</i>	409,0	453,6	10,9	220,6	223,2	1,2
<i>Transporte ferroviario</i>	0,8	1,1	34,7	1,8	2,4	33,3
<i>Transporte aéreo</i>	14,1	10,0	-29,6	7,9	8,2	3,1
<i>Transporte marítimo</i>	3,5	4,5	28,4	27,4	19,4	-29,3
<i>Transporte terrestre</i>	77,2	102,9	33,2	86,3	100,0	15,9
Otros productos	5,1	3,0	-41,3	13,8	9,4	-32,1
Total	2.552,1	2.344,0	-8,2	1.976,4	1.892,7	-4,2

(a) Las cifras de exportación del año 1985 sí han podido corregirse del problema de infravaloración mencionado en la nota del cuadro 3, por eso los totales de dicho año no coinciden, ni la tasa de variación correspondiente.

Fuente: DGA.

descargado en las refinerías españolas, que para los cinco primeros meses del año suponen una tasa de variación real prácticamente nula en relación con los mismos meses del año anterior, con un descenso del 30% en el crudo que, procedente del extranjero, se dirige al mercado interior, y un aumento del 136 % del crudo importado para maquilas. Téngase en cuenta que, en principio, los datos de aduanas incluyen el crudo importado en régimen de maquilas.

Centrándonos en las cifras de aduanas, que son las que se han considerado a la hora de hacer previsiones para el conjunto del año, la contradicción entre las fuentes de información utilizadas parece sugerir que en la segunda parte del año se producirá un aumento notable en la importación de crudo contabilizada por aduanas, especialmente si se tiene en cuenta que es posible que se produzca una reposición de existencias cuando el precio del crudo importado se sitúe en niveles más cercanos a los actualmente vigentes en los mercados internacionales.

Las previsiones realizadas por el Banco de España sobre el comportamiento de los flujos comerciales exteriores en el promedio del año actual suponen que las exportaciones de mercancías se recuperarán en su segunda mitad, alcanzando tasas anuales de

variación real modestas, pero positivas. Se espera que se mantenga el crecimiento de la importación de productos no energéticos, lo que, junto al aumento considerado para la importación energética, podría situar la tasa de crecimiento real del total de importaciones en torno al 7 %.

Ya se señaló, al principio de este apartado, la favorable evolución de los ingresos por turismo en la primera mitad del año actual, estimándose en un 6 % su incremento real en relación con el mismo período del año anterior. De mantenerse esta tónica para la segunda parte del año, el total de exportaciones de bienes y servicios podría crecer algo más del 2 % en términos reales en el promedio del año, con lo que, si las importaciones de bienes y servicios aumentan a un ritmo ligeramente inferior al 7 %, se tendría una demanda exterior con una aportación negativa al crecimiento del PIB, en torno a 0,8 puntos porcentuales.

El análisis realizado sobre la evolución de la demanda exterior en el año 1986 pone de manifiesto el coste que, en términos de crecimiento, está afrontando la economía española por su integración en la CEE. Este hecho ha resultado coincidente con una evolución desfavorable de las exportaciones en algu-

nas áreas económicas, así como con el impacto que sobre la importación de productos manufacturados está ejerciendo la recuperación de la demanda nacional. En este sentido, es importante insistir en las pérdidas de competitividad que se derivan del fuerte diferencial que se mantiene con respecto a los países de nuestro entorno económico en el ritmo de crecimiento de los precios y de los costes. No obstante, la caída en el precio de los crudos de petróleo y otras materias primas, así como la moderación que se está produciendo en el precio de los bienes manufacturados importados, crea un entorno exterior favorable, que se vería acrecentado en la medida en que se consolidara la recuperación del comercio mundial.

Los datos del registro de caja sobre la evolución de la *balanza de pagos por cuenta corriente*, en los cinco primeros meses del año actual, reflejan las condiciones favorables mencionadas, habiéndose producido en este período un excedente superior a los 1.800 millones de dólares. Si la balanza de servicios mantiene en la segunda mitad del año su buen comportamiento —y las previsiones existentes sobre el turismo parecen confirmarlo—, es posible que para el conjunto del año se alcance un superávit corriente en términos de caja próximo a los 5.000 millones de dólares (1), lo que permite unos márgenes de actuación muy amplios de cara a los ajustes que inevitablemente trae consigo nuestra integración en un área económica más flexible, eficiente y competitiva.

2.2. Demanda nacional

En los meses transcurridos de 1986, la demanda nacional experimentó un crecimiento moderado, en términos reales, cuando se compara con el semestre precedente, lo que equivale a aumentos muy superiores con respecto a la situación existente en el mismo período del año anterior. La fuerte diferencia que surge, según se tome como referencia el segundo semestre de 1985 o el primero, tiene su origen en la intensa recuperación que la economía española experimentó en la segunda parte del pasado año. Por esta razón, un ritmo de actividad que, en los meses iniciales del presente ejercicio, mantenga los niveles alcanzados en el semestre anterior debe calificarse de positivo, pese al modesto nivel al que habría que situar su tasa de variación real.

(1) Dadas las discrepancias que se están produciendo desde hace años entre el saldo de la balanza por cuenta corriente según caja y según transacciones, el superávit corriente de esta última estadística sería superior. Sobre estos aspectos, puede verse el Boletín Económico del Banco de España de abril del año actual.

Esta valoración inicial para el conjunto del semestre se basa en una información todavía muy incompleta, que, en el mejor de los casos, se detiene en mayo. La mayor parte de los indicadores disponibles muestra una evolución coincidente en los meses de cierre del año anterior y en los iniciales de 1986, que se caracteriza por un crecimiento acelerado hasta diciembre, seguido de una brusca ruptura en enero, con caídas que se prolongaron en los meses siguientes. Esta evolución era previsible, y, en el Informe Anual sobre 1985, ya se anunciaba que las excepcionales tasas de crecimiento registradas por la mayor parte de variables de demanda en la última parte del año no podían extrapolarse mecánicamente al ejercicio siguiente. Las causas de los adelantos en las decisiones de gasto que se acumularon al cierre de 1985 deben atribuirse, sin duda alguna, a la inminente implantación del nuevo impuesto sobre el valor añadido, que, en algunos casos, debía conducir a un incremento de los precios de venta soportados, y que desencadenó unas expectativas inflacionistas al alza, alimentadas, en buena medida, por amplios sectores de la oferta, en una situación de incertidumbre generalizada de la demanda.

En consecuencia, la caída registrada por los indicadores en los meses iniciales del año no puede interpretarse adecuadamente sin adoptar una perspectiva temporal más amplia, que, de algún modo, descuenta lo que hubo de excepcional en los fuertes crecimientos anteriores y restituya a los primeros meses de este año las decisiones de gasto anticipadas transitoriamente. La dificultad manifiesta para cuantificar este tipo de efectos, junto a la limitada información disponible, hace imposible cualquier intento de medición rigurosa de la actividad y entorpece la previsión de la tasa de crecimiento con que puede cerrarse el primer semestre del año.

Pese a las limitaciones señaladas, puede afirmarse que, en los meses transcurridos, el *consumo privado nacional* ha mantenido un ritmo sostenido que, sin excluir un transitorio descenso al iniciarse 1986, ha contribuido de forma positiva al mantenimiento de la actividad.

La evolución, ya comentada, de los indicadores se observa claramente en las matriculaciones de automóviles, que sufrieron un fuerte descenso en enero. Con datos hasta mayo, la tasa de variación sobre el mismo período del año anterior fue del 1,7 %. Sin embargo, esta tasa está totalmente dominada por la fuerte acumulación de matriculaciones registrada en diciembre, que originó el descenso de enero, como lo demuestra la diferencia que se observa cuando se incorpora el mes de diciembre en el cálculo de la tasa anterior. Así, en el período comprendido entre diciembre de 1985 y

mayo de 1986, las matriculaciones crecieron, respecto a diciembre de 1984 – mayo de 1985, a una tasa del 8,9 %, que contrasta muy favorablemente con la modesta evolución que se deduce cuando se comienza la estimación en enero. Estas tasas aún aumentarán al incorporar la información de junio, ya que, según estimaciones provisionales, los automóviles matriculados en dicho mes crecieron con fuerza.

El sostenimiento del consumo ha sido posible por la evolución favorable que ha experimentado la cuenta de renta de las familias, que, como se detalla más adelante, ha recibido el impulso de un considerable aumento de la remuneración de los asalariados, al que ha contribuido la evolución más positiva del empleo y del comportamiento expansivo de los salarios monetarios, tal como se verá en un epígrafe posterior. Junto a este hecho, hay que destacar el crecimiento moderado del índice de precios al consumo en algunos meses, ya que el efecto del IVA estuvo muy concentrado en el inicio del año y no alcanzó los negativos resultados esperados, lo que ha podido contribuir a una flexión a la baja de las expectativas de inflación. La conjunción de estos factores ha generado un crecimiento de la renta real de las familias, que podría ser superior al 3 %, con un efecto muy positivo sobre el consumo privado.

Este crecimiento de las rentas ha debido de alcanzar a casi todas las líneas de gasto. Las importaciones de bienes de consumo duraderos y no duraderos, en los meses transcurridos de 1986, han registrado las mayores tasas de crecimiento observadas en los últimos años, estimuladas, sin duda, por las facilidades creadas con la entrada en vigor de nuestra incorporación a las comunidades europeas. Con datos hasta junio, el crecimiento, en términos reales, de las importaciones de bienes de consumo, excluida la alimentación, es del orden del 40 % cuando se compara con el mismo período del año anterior, y muy superior respecto a la última parte de 1985, en la que el impulso de estas importaciones había descendido.

Por otra parte, la cartera de pedidos de bienes de consumo comenzó el año retrocediendo desde el punto máximo alcanzado en diciembre, pero indicando, al propio tiempo, fuertes alzas de la tendencia esperada para los meses siguientes, que se han mantenido hasta abril, último mes disponible.

En la *formación bruta de capital*, parece confirmarse que se están reponiendo las *existencias de productos terminados*, que pueden llegar a representar una aportación de cierta entidad al crecimiento de la economía en el presente ejercicio. Este proceso era previsible, tras el fuerte tirón de la demanda y la consiguiente

desacumulación de existencias que tuvo lugar en la segunda parte de 1985, y lo confirma la Encuesta de Coyuntura del Ministerio de Industria, tanto en la recuperación que señala, como en la fuerte tendencia al alza que prevé. Este proceso de reposición podría ser una de las causas de la mayor demanda de crédito del sector privado, ya que, si bien es cierto que no puede afirmarse la existencia de una relación automática entre crédito e inversión, sí puede aventurarse una correlación mayor entre una parte del crédito y este componente de la inversión total.

La inversión en *bienes de equipo* ha continuado creciendo en términos reales, y, pese a la ausencia de indicadores directos, diversos indicios señalan que se mantiene a buen ritmo. En lo que respecta a la inversión en *materiales de transporte*, la matriculación de vehículos de carga continúa creciendo fuertemente. En el período enero-mayo, el número de vehículos aumentó el 14,7 % sobre el mismo período del año anterior; de un modo similar a lo que sucede con los automóviles destinados al consumo, si se incorpora diciembre en ambos períodos de comparación, dicha tasa asciende al 25,7 %, dada la caída, repetidamente mencionada ya, que se produjo en el mes de enero.

Las importaciones de bienes de equipo, que disminuyeron al iniciarse el año, recuperaron su ritmo anterior, y, con datos hasta junio, habían crecido a una tasa real próxima al 10 %, con respecto a 1985.

El nivel de la cartera de pedidos de bienes de inversión muestra la evolución típica de los otros indicadores, mientras que su tendencia esperada para los próximos meses señala, desde enero, fuertes crecimientos ininterrumpidos. Por último, en el índice de producción industrial, el componente de bienes de equipo sigue siendo el que crece a mayor ritmo, aunque, por estar detenido en febrero y por la escasa fiabilidad de los avances mensuales de este índice, no es fácil interpretar su evolución, que arrojó un fuerte incremento en enero y una vuelta a valores más moderados en febrero, claramente por debajo de los meses precedentes, aunque en ligera alza respecto a febrero del año anterior.

En conjunto, tanto la inversión en maquinaria como en material de transporte continúa la evolución positiva conocida a lo largo del año anterior, y se mantienen las expectativas de que cerrará el año con una elevada tasa de crecimiento en términos reales.

En cuanto a la inversión en *construcción*, se ha mantenido la tendencia alcista iniciada en la segunda mitad del año anterior, si bien a un ritmo algo más moderado. El perfil mostrado por este sector en el año

anterior, con un primer semestre ligeramente recesivo y una fuerte expansión en la segunda parte del año, hace que, a pesar de esta desaceleración, la tasa de crecimiento registrada en el primer semestre de este año sobre igual período del año anterior se estime en torno a 6-7 %.

El consumo aparente de cemento registró, en el primer semestre de 1986, y respecto del mismo período del año anterior, una tasa del 8,7 %, mientras los ocupados en el sector crecieron en un 2,7 % en el mismo trimestre, si bien estas dos series muestran perfiles divergentes en estos primeros meses del año. Así, mientras los ocupados, coincidiendo con lo que se estima que ha sido la evolución del sector, crecen en términos desestacionalizados un 5,3 % respecto del último trimestre de 1985, el consumo aparente de cemento registró una caída del 2,7 %, atribuible a la anticipación de compras que se registró en los últimos meses del año anterior.

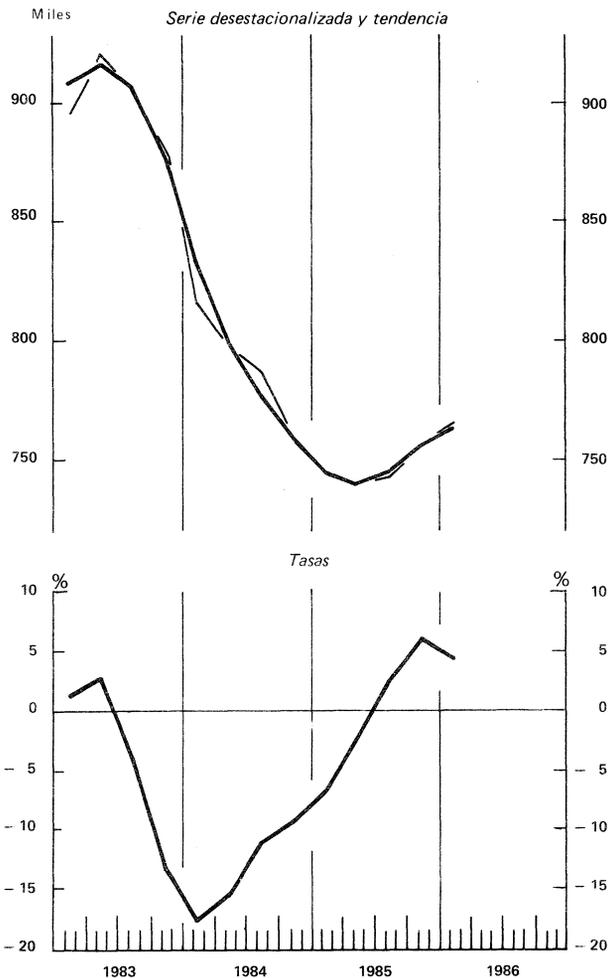
Por subsectores, se puede destacar la consolidación de la recuperación de la vivienda, que ya se apuntaba en los últimos meses de 1985, mientras que la inversión en obra pública ha continuado registrando tasas positivas, aunque con una notable desaceleración respecto del fuerte ritmo de crecimiento alcanzado en la última parte del año anterior.

2.3. Producción

Desde la óptica de la oferta, se espera una evolución del sector primario, que, en el conjunto del año, apenas alcanzará los niveles de 1985. Durante los meses transcurridos de 1986, la mayor aportación al valor añadido de la economía procede del sector de la construcción, impulsado por las numerosas obras iniciadas el año anterior. Los servicios han continuado creciendo a buen ritmo y también la industria parece mantener una evolución positiva, aunque resulta imposible su cuantificación, ya que, a la habitual falta de información, hay que añadir actualmente los mayores retrasos con que se publica.

Se espera que el *sector primario* generará un valor añadido que, en términos reales, podría llegar a retroceder sobre los niveles alcanzados en 1985. Después de dos años consecutivos de cosechas de excepción, las desfavorables condiciones climáticas que se observan en el presente provocarán una caída de la producción en buena parte de los productos agrícolas. Estos descensos serán particularmente notables en lo que se refiere a cereales, trigo y, sobre todo, cebada, así como en las patatas y algunas frutas. Las producciones ganaderas evolucionan, asimismo, de forma negativa, pues

1. Ocupados en construcción



los crecimientos que se detectan en la producción de carne de bovino y huevos no bastan para compensar los descensos en otras carnes y en los productos lácteos.

La *industria*, excluida la construcción, ha debido de comenzar el ejercicio a buen ritmo, aunque el índice de producción industrial, del que solamente se dispone de los avances mensuales de enero y febrero, no permite adelantar una visión global del primer semestre del año. Los dos meses disponibles, en su conjunto, muestran una evolución positiva tanto con respecto a los dos meses anteriores, desestacionalizados, como cuando se comparan con el mismo período del año anterior. Esta primera información disponible tiene una influencia positiva sobre la tendencia de la actividad industrial que cabía esperar para el conjunto de este año, esti-

5. Producción industrial: componentes (*)

Tasas de variación

	Índice general (c)	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes intermedios
1984/83	0,9	0,1	-2,9	2,1
1985/84	2,2	1,2	9,0	1,7
1986/85 (b)	3,2	2,2	6,9	3,4
1984 (a)				
I TR	3,0	-8,5	-1,5	6,7
II TR	-5,0	5,1	-9,7	-6,6
III TR	5,7	13,6	18,2	3,0
IV TR	-2,3	-3,7	1,2	-4,1
1985 (a)				
I TR	5,3	2,4	17,0	1,6
II TR	0,2	-11,6	0,0	2,3
III TR	7,7	9,1	-9,5	13,9
IV TR	4,0	8,6	74,9	4,2
1986 (a)				
I TR (b)	3,3	3,0	-8,2	-7,1

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Último dato disponible: febrero.

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

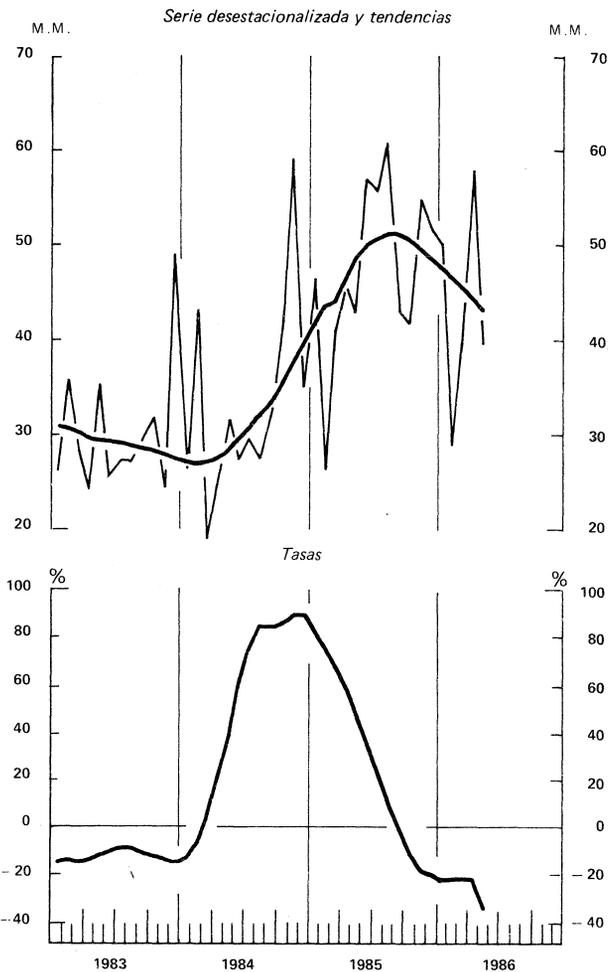
Fuente: INE.

mada en el Banco de España en unos ejercicios de predicción que se realizaron con datos hasta diciembre de 1985. Con la nueva información recibida para los dos primeros meses, la predicción de la tendencia se ve revisada al alza y se sitúa en un crecimiento medio muy próximo al 3 % para el conjunto de 1986.

El consumo de energía eléctrica sigue creciendo a fuerte ritmo, con una tasa acumulada del 3,5 % en el período enero-mayo, cuando se compara con el año anterior. Sin embargo, los consumos para usos industriales, que con datos hasta febrero habían crecido a una tasa del 2,8 %, disminuyeron posteriormente, hasta llegar a tasas muy próximas a cero en el período acumulado enero-mayo, siempre con respecto al año anterior. Estas fuertes discrepancias con respecto a las cifras del consumo total tienen su origen, según las compañías eléctricas consultadas, en los descensos registrados en los consumos de algunos grandes utilizadores de electricidad, como la siderurgia, y en que buena parte de los consumos totales es imputable a fuertes incrementos en los de uso doméstico. Todo ello destaca, una vez más, la dificultad de aproximar la evolución del valor añadido a partir de indicadores como los comentados, lo que incide sobre la importancia de los retrasos con que se dispone del índice de producción industrial.

La Encuesta de Coyuntura del Ministerio de Industria señala previsiones de los niveles de producción al alza,

2. Licitación pública



si bien en abril —último dato disponible— las expectativas parecían menos favorables.

Por lo que se refiere al sector de la *construcción*, ya se ha comentado la evolución favorable que ha registrado en los primeros meses de 1986 respecto al primer semestre del año anterior, aunque se observa una desaceleración del fuerte ritmo de crecimiento alcanzado en la última parte de 1985.

Respecto de los indicadores de nueva contratación, cabe señalar la favorable evolución del número de viviendas iniciadas, que, en los cinco primeros meses de este año, y respecto del mismo período de 1985, aumentó a una tasa del 6,9 %. La licitación oficial ha aumentado en los cuatro primeros meses de este año a una tasa del 10 % cuando se compara con el mismo período de 1985, pese a lo cual, la tendencia de esta

serie presenta una marcada evolución negativa. Esta desfavorable evolución, que se espera que se mantenga en los próximos meses, apunta a una moderación de la actividad del sector en la segunda parte del año. No obstante, el conjunto de 1986 cerrará con una tasa media de crecimiento que se estima próxima al 4 %, muy superior a la conocida en los años anteriores.

El sector *servicios* ha mantenido, durante el primer trimestre de 1986, el creciente ritmo de actividad iniciado en el año anterior, lo que ha permitido, según datos de la EPA, un incremento del nivel de empleo de 90.000 personas respecto al cuarto trimestre de 1985 y de 295.000 respecto al primero, cifra esta última que supone una elevación del 5,8 %. Se estima que el crecimiento del valor añadido, en términos reales, generado en el sector en 1986 será sensiblemente superior al registrado al año anterior.

Este comportamiento, con ligeras oscilaciones, puede ser generalizado a los diversos subsectores. Por lo que se refiere a los servicios no destinados a la venta de las administraciones públicas, el empleo permaneció estancado en el primer trimestre, aunque, debido a la expansión observada a lo largo del año anterior, el nivel de ocupación se situó un 10,3 % por encima del correspondiente al mismo período de 1985, tasa que, referida a los servicios privados, fue del 4,5 %. Entre estos últimos, habría que destacar la evolución positiva del comercio, de la hostelería, donde el número de visitantes extranjeros confirma las excelentes expectativas referentes al año turístico, y de los transportes, apoyados en el creciente ritmo de actividad general. El sector de comunicaciones, por otra parte, continúa mostrando signos de dinamismo, aunque reduciendo su tasa de avance respecto a las cifras que se venían observando en los tres últimos años.

3. Empleo

Según la Encuesta de Población Activa (1), durante el primer trimestre de 1986, el empleo total de la economía creció en 27.000 personas, continuando de esta forma la generación neta de puestos de trabajo que se iniciara a mediados del año anterior. A esta evolución positiva del empleo han contribuido, por un lado, los servicios privados, cuya ocupación creció en 90.000 personas, y, por otro, la industria, que creó 17.000 puestos de trabajo netos. Por el contrario, la agricultura redujo su empleo en 61.000 personas y la construcción lo hizo en 19.000, mientras que el de los servicios de las administraciones públicas permaneció estable. Durante el

primer trimestre, la mencionada recuperación del empleo ha sido más intensa en los asalariados (72.000 personas y un 3,3 % de crecimiento sobre el mismo trimestre de 1985), dado que la mayor parte del descenso del empleo agrícola se ha situado en los no asalariados del sector.

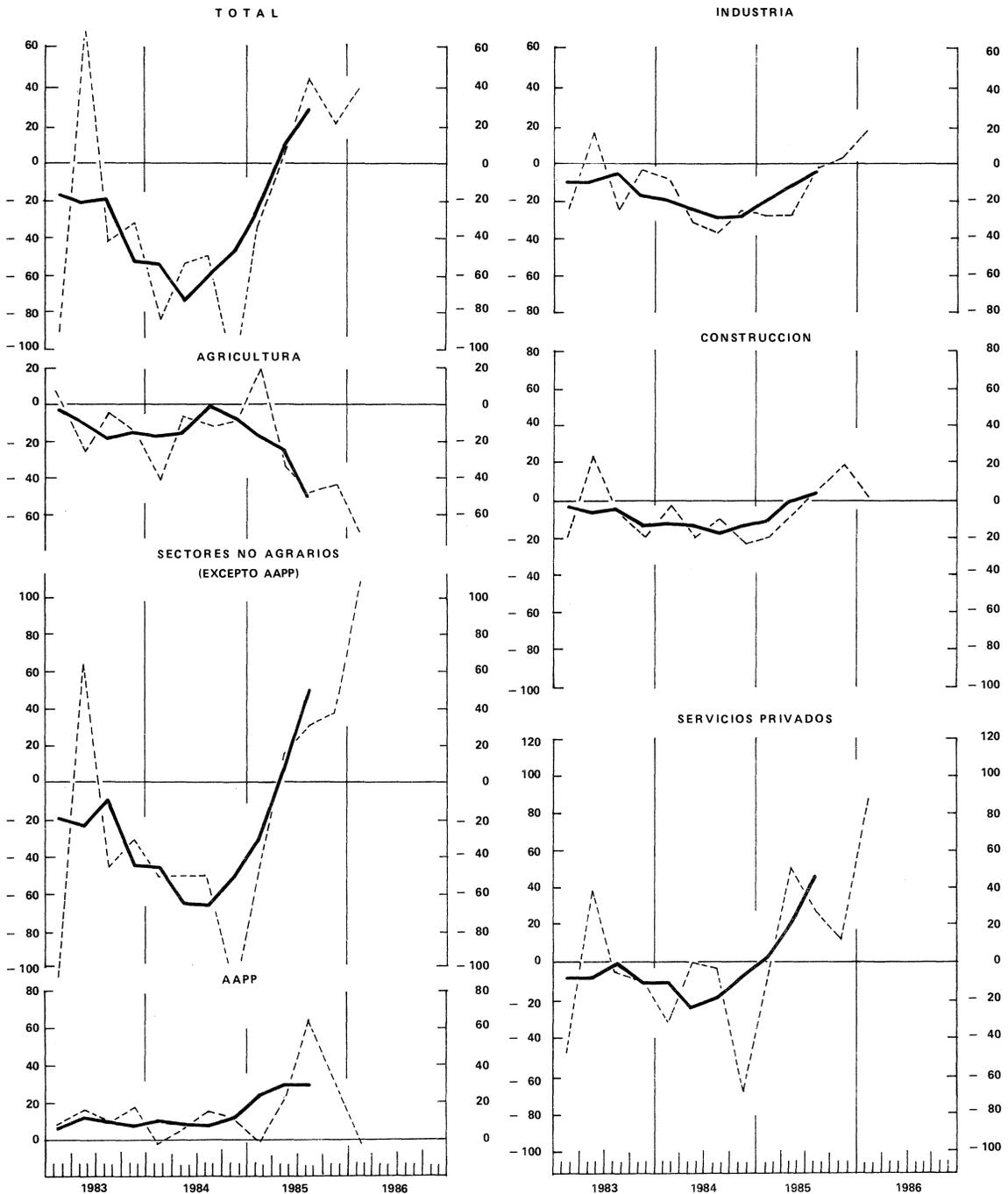
El empleo de los sectores no agrarios, excluido el de las administraciones públicas, aumentó durante el trimestre en 89.000 personas, lo que contrasta favorablemente con la reducción de 72.000 que se produjo en el mismo período del año anterior. Los asalariados crecieron en 73.000, reflejando una tasa de crecimiento positiva del 3 % sobre el mismo trimestre de 1985, y los no asalariados, en 15.000. Como se observa en los gráficos 1 y 2, puede detectarse una desaceleración muy pronunciada del descenso del empleo no agrario desde finales de 1984, tanto a causa de una reducción progresiva en la destrucción de puestos de trabajo (aproximada, por las variaciones negativas del empleo), como por un no menos progresivo aumento de la creación de empleo. Ambas tendencias parecen haberse intensificado en los primeros meses del año en curso.

La industria ha contribuido a una parte de este crecimiento del empleo no agrario, con una generación neta de 17.000 puestos de trabajo durante el trimestre, debido no tanto a un aumento de la creación de puestos de trabajo, como a una sensible reducción de la destrucción de los mismos. Por subsectores, hay que destacar el descenso de 21.500 personas en el empleo de la alimentación y el aumento de 41.000 en el resto de las industrias manufactureras (textil, calzado, madera y otros). El empleo de la construcción también parece reflejar una cierta mejora, dado que, a pesar del descenso de su ocupación en 19.000 personas, el primer trimestre presenta, en términos desestacionalizados, un crecimiento del 5,3 %. Los servicios privados, como ya ocurriera en 1985, han sido el sector en el que el cambio de tendencia en la evolución del empleo ha sido más apreciable. Durante el primer trimestre, su ocupación creció en 90.000 (4,6 % de crecimiento sobre el mismo período del año anterior), cifra superior a la de cualquiera de los trimestres de 1985, que explica, en una gran medida, la evolución positiva del empleo total de la economía. Dicho crecimiento del empleo se concentró en el comercio (49.000 personas) y en los servicios a empresas y personales (39.000).

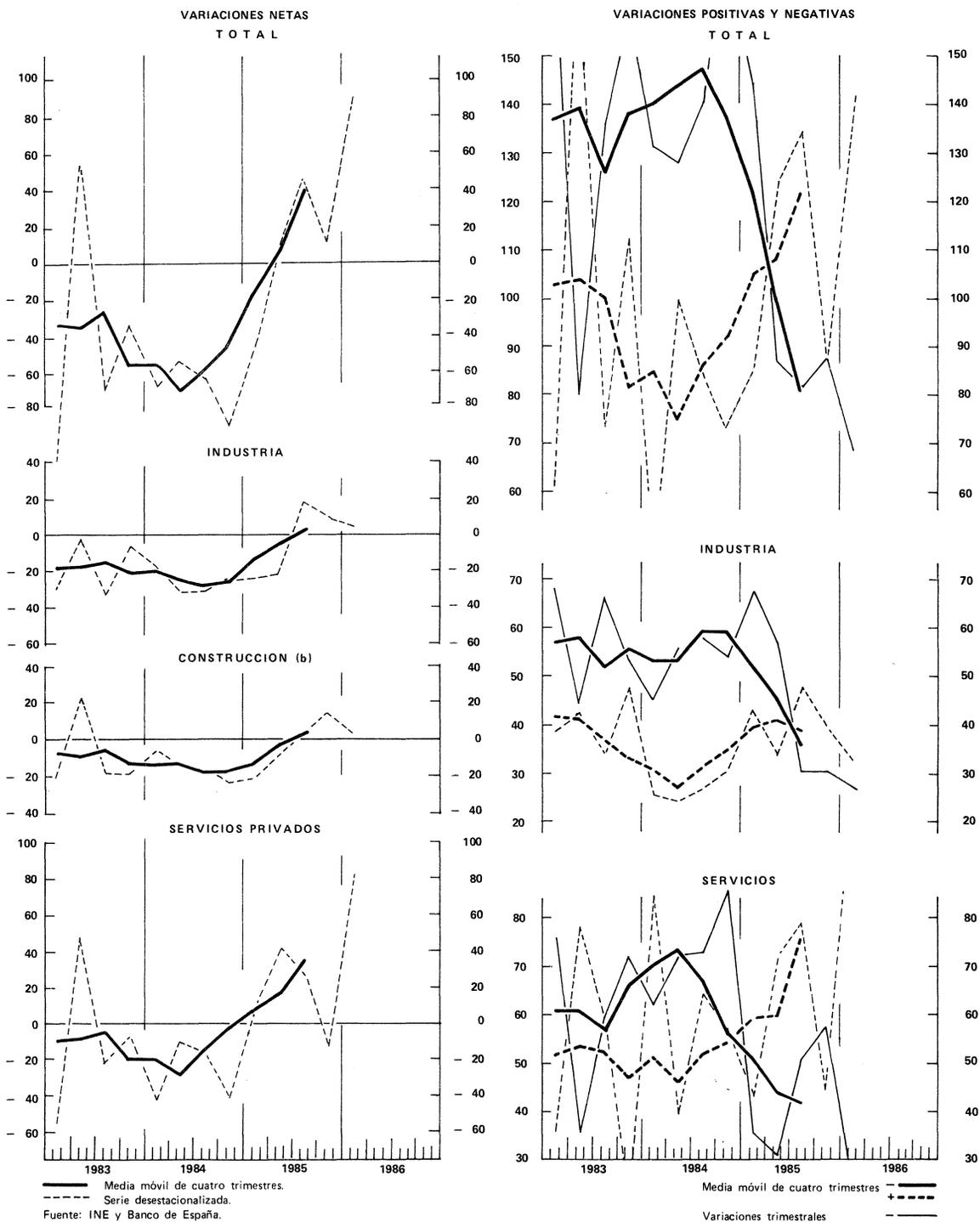
A pesar de este crecimiento del empleo, el paro creció durante el primer trimestre en 35.000 personas, debido a que la población activa ha continuado aumentando en una cuantía superior a la de la ocupación. Se confirma, así, el mantenimiento de la tendencia que se ha venido registrando recientemente, caracterizada por un aumento del paro, debido a que la creación neta

(1) Véase *Boletín Económico* de junio de 1986.

3. Ocupados en sentido estricto (a)
 (Variaciones en miles de personas)



4. Asalariados no agrarios (excepto AAPP) (a)
 (Variación en miles de personas)



Fuente: INE y Banco de España.
 (a). Corregido de empleo comunitario.

(b). Al aparecer la construcción en la CNAE como un único sector con dos dígitos, sólo se presentan los saldos netos de las variaciones —positivas o negativas— del empleo.

de empleo en los servicios y en la industria resulta insuficiente para absorber el aumento de la oferta de trabajo para los sectores no agrarios que suponen el crecimiento de la población activa y la reducción de la ocupación en la agricultura.

Aunque para el segundo trimestre del año no está disponible la Encuesta de Población Activa en el momento de redactar el presente informe, los datos del paro registrado parecen indicar que en este período el empleo ha seguido recuperándose y que el paro ha descendido. En efecto, la media del paro registrado del segundo trimestre, que es el dato que resulta comparable con el paro de la Encuesta, refleja un descenso de 95.000 personas sobre su correspondiente media durante el primer trimestre.

4. Precios, costes y rentas

La evolución de los precios en los seis primeros meses del año ha transcurrido en un marco especialmente complejo, determinado por la confluencia de fenómenos de muy diversa naturaleza, con efectos a menudo de signo contrapuesto sobre la tasa de inflación. La adhesión de España a la CEE, con la implantación del IVA y el inicio del período transitorio, el contexto deflacionista mundial, propiciado por la caída de los precios de los crudos en los mercados mundiales, y la depreciación del dólar, son fenómenos en cierta medida extraordinarios, que han configurado un contexto de bruscas alteraciones en el proceso de formación de los precios. Para analizar esta situación, se describen, en primer lugar, los rasgos principales del índice general de precios de consumo y de sus componentes más significativos, y, posteriormente, se relaciona dicha evolución con algunos de los factores que han condicionado el comportamiento de los precios.

El índice general de precios de consumo refleja la presencia de fuertes oscilaciones en los seis primeros meses del año, que varían entre el 2,8 % del mes de enero y el 0,2 % del mes de abril, con una evolución muy dispar, de los distintos componentes, lo que confiere gran importancia a la visión desagregada de la evolución de los precios.

La evolución del índice de precios al consumo desde el mes de febrero, una vez recogida gran parte de los efectos derivados de la implantación del IVA en el mes de enero, ha estado dominada por dos factores que, hasta cierto punto, poseen una dinámica propia distinta de la que tiene el resto de los componentes del IPC: el abaratamiento en el precio de la energía y el comportamiento del índice de precios de los alimentos no elaborados. Este último, tras recoger de forma muy

acusada el impacto del IVA en enero, registró tasas de variación negativas en los cuatro meses siguientes, que se han visto bruscamente invertidas en junio. El índice de servicios y bienes elaborados no energéticos, que al prescindir de los componentes anteriores refleja mejor la tendencia subyacente en el proceso inflacionista, ha mostrado, una vez descontado el efecto del IVA, una evolución menos equívoca, caracterizada por una resistencia a la desaceleración en la tasa de inflación que, en términos anuales, se encuentra situada en torno al 6,5 %. Dentro de este índice, destacan los crecimientos correspondientes a los alimentos elaborados y a los servicios, con tasas acumuladas a lo largo del primer semestre del año —calculadas sobre series originales— del 7,9 % y del 6,6 %, respectivamente, aunque también el índice de bienes industriales, excluida la energía, mantiene tasas de crecimiento relativamente elevadas.

Es importante relacionar el comportamiento de los distintos componentes del IPC con algunas de las perturbaciones que han condicionado la formación de los precios durante los primeros meses de 1986.

En primer lugar, merece la pena detenerse con cierto detalle en la consideración del impacto de la instauración del IVA, que, como se sabe, introducía un alto grado de incertidumbre sobre el comportamiento de los precios en el presente año. El cambio en el sistema impositivo inducía a esperar un aumento en la tasa anual de inflación, debido tanto al incremento en la carga fiscal soportada por algunos productos como a la posible rigidez a la baja de los precios de los productos

6. Otros indicadores de precios

Tasas de variación

	Índice de precios industriales (a)				Índice de precios percibidos por los agricultores (a)
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	
1984 Ø	12,2	11,2	10,1	13,4	9,7
1985 Ø	8,0	7,7	8,3	8,0	4,6
1986 Ø	2,6 (b)	6,1 (b)	7,2 (b)	-2,1 (b)	-2,6 (b)
1985					
I TR	12,9	7,6	7,0	20,7	18,3
II TR	6,0	9,7	7,9	4,5	6,8
III TR	5,2	9,0	10,6	3,5	-20,5
IV TR	4,4	5,3	7,6	3,4	17,9
1986 (c)					
I TR	-3,4	3,9	3,5	-11,1	-1,3
II TR	-3,7	3,5	2,8	-11,0	-7,7

(a) Último dato disponible: abril.

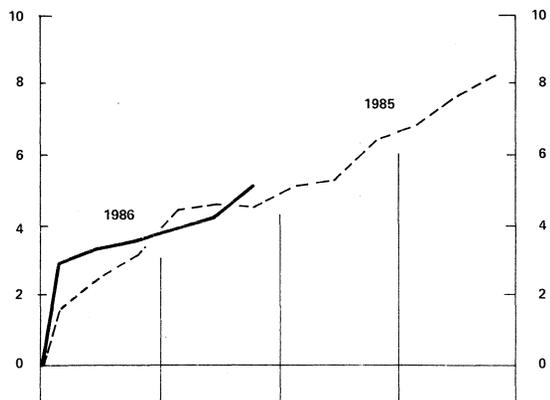
(b) Media enero-abril sobre mismo período del año anterior.

(c) 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.

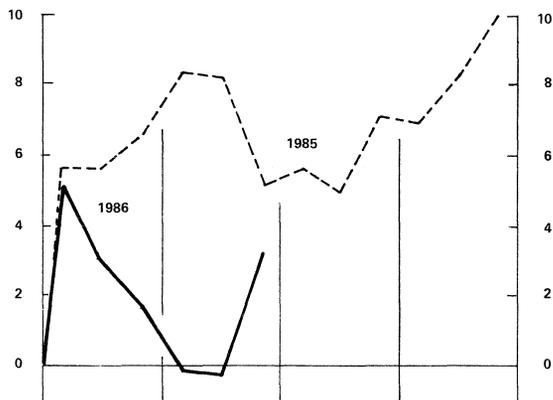
Fuente: INE y Ministerio de Agricultura.

5. Precios de consumo

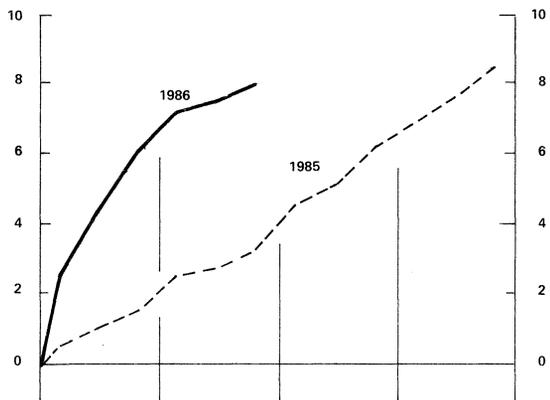
A) INDICE GENERAL



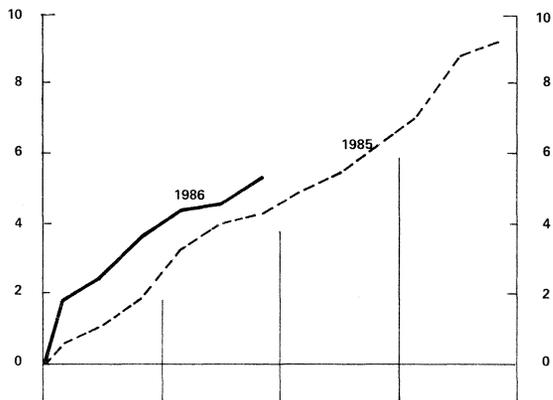
B) ALIMENTOS SIN ELABORAR



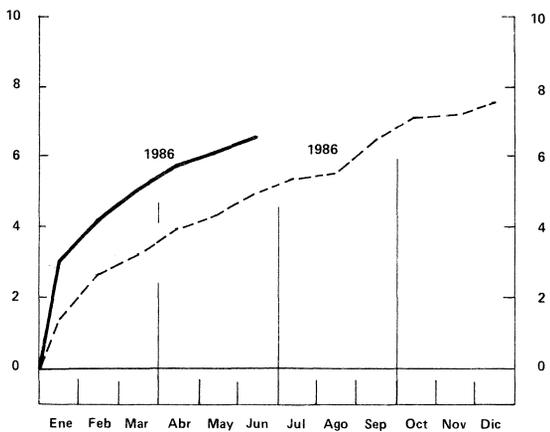
C) ALIMENTOS ELABORADOS



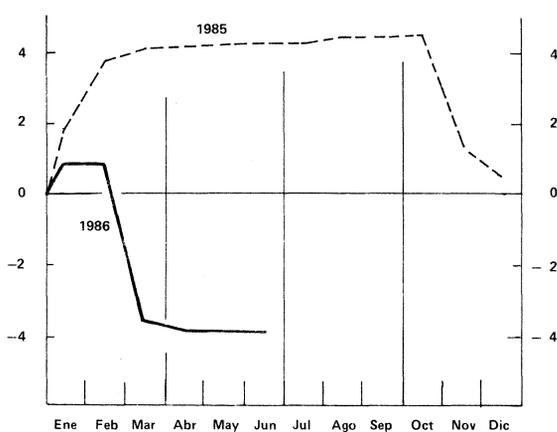
D) PRODUCTOS INDUSTRIALES NO ENERGETICOS



E) SERVICIOS



F) ENERGIA



Fuente: INE.

que se beneficiaban de una reducción en la imposición indirecta. El impacto inflacionista podría haberse visto agravado por una revisión al alza de las expectativas, alentadas por un insuficiente conocimiento de la mecánica del nuevo impuesto.

La cuantificación del efecto del IVA sobre el crecimiento de los precios se ve dificultada por la superposición en el tiempo de otras perturbaciones que, como se verá posteriormente, han tendido a incidir sobre los precios en dirección opuesta, reforzando la tendencia a la desaceleración de la inflación. Los estudios realizados en el Servicio de Estudios del Banco de España, a través de análisis de series temporales, permiten detectar, con todas las cautelas que se derivan de las incertidumbres inherentes a este tipo de estimaciones, un impacto alcista sobre la tasa de inflación, localizado principalmente en el mes de enero y, en menor medida, en los meses posteriores, que puede cifrarse en torno a los dos puntos. Un análisis por componentes refleja que los sectores más intensamente afectados por el cambio en la imposición indirecta han sido el de servicios (en especial, algunas rúbricas como turismo, reparaciones y servicios personales) y el de alimentos elaborados. Desde una perspectiva más desagregada, se puede constatar la existencia del comportamiento asimétrico de los precios indicado más arriba. En efecto, solamente en algunos productos cuyos precios están sometidos a regulación administrativa, como son la electricidad, el teléfono y los productos farmacéuticos, se ha materializado la reducción de los precios que cabía esperar del nuevo tratamiento impositivo; en el resto de los productos beneficiados por una cierta reducción de la carga fiscal, no se ha registrado descenso alguno de precios.

La evolución de los precios de los alimentos sin elaborar muestra con bastante claridad la dificultad de precisar el impacto del IVA en un contexto de fuertes perturbaciones con efectos de signo contrapuesto. En efecto, el componente de alimentos sin elaborar del IPC registró en el mes de enero un aumento espectacular, que se tradujo en una tasa intermensual del 5,5 %, atribuible, en buena medida, al impacto inicial del IVA sobre los precios finales del sector. Los productos cuyos precios registraron subidas más intensas fueron las frutas, las hortalizas frescas y las carnes. Sin embargo, a partir de dicho mes, y hasta mayo incluido, se produjo un brusco cambio de signo en la evolución de estos precios, especialmente en las rúbricas que habían registrado subidas más intensas en el mes de enero. Este comportamiento puede explicarse, en parte, como resultado de una cierta corrección de la excesiva traslación del impacto del IVA, y, en parte, también por la tendencia a la desaceleración que venían registrando los precios percibidos por los agricul-

tores desde los últimos meses del año anterior, debido a las buenas cosechas de una amplia gama de productos. Las buenas condiciones climáticas del pasado invierno han permitido que esta tendencia se mantuviese durante los primeros meses de 1986. Sin embargo, en el mes de junio, los precios de estos bienes han vuelto a registrar una intensa aceleración.

La estabilidad de los precios agrarios en origen no ha sido el único factor que ha ayudado a contrarrestar el impacto alcista del IVA. El inicio del desarme arancelario, derivado del ingreso en la CEE, la reducción de los precios del petróleo y, en general, la evolución de los precios de importación ha actuado en la misma dirección.

Los efectos directos de la reducción de los derechos arancelarios sobre precios de los bienes importados tienen escasa entidad a corto plazo, aunque pueden llegar a ser sustanciales a plazo medio y largo. El inicio del período transitorio tiene, sin embargo, efectos más inmediatos a través de la liberalización de determinadas importaciones. Concretamente, en el caso de los productos agrarios, las importaciones de los productos sometidos al régimen clásico de transición quedaron liberalizadas desde el mismo momento de la adhesión. Quizá este fenómeno ayude a explicar el abaratamiento registrado en el precio de las carnes, cuyas importaciones han crecido fuertemente en los últimos meses, sobre todo si se tiene en cuenta que este ha sido uno de los grupos de productos cuyo comercio exterior ha estado tradicionalmente sometido a una regulación más estricta.

El efecto sobre los precios interiores del abaratamiento de las importaciones energéticas se ha visto mediatizado por la política de fijación de precios administrados en este sector. Hasta el momento, la política seguida ha consistido en transmitir sólo de manera parcial a los precios interiores las modificaciones registradas por los precios internacionales de los crudos, absorbiendo el resto mediante un incremento de la carga fiscal soportada por estos productos. De esta forma, parte de la transferencia de renta recibida por la economía española se ha canalizado directamente hacia la financiación del sector público, con la finalidad de reducir su déficit.

A pesar de que el efecto adverso del IVA se ha visto contrarrestado, en parte, por la presencia de factores que han sostenido e impulsado la desaceleración de la inflación, ello no ha sido suficiente para evitar el deterioro de los diferenciales de inflación. En la parte transcurrida del año, se ha interrumpido el proceso de reducción de diferenciales de inflación que se venía registrando desde 1984, tanto en relación con la CEE como

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

	Tasas anuales: 12 meses que terminan en						
	DIC 1984	DIC 1985	ENE 1986	FEB 1986	MAR 1986	ABR 1986	MAY 1986
España	9,0	8,2	9,2	9,0	8,7	7,7	7,7
OCDE	4,8	4,6	4,5	3,8	3,1	2,6	-
CEE	5,6	5,0	4,7	4,5	3,9	3,5	-
PRO MEMORIA:							
Diferenciales España-OCDE	4,2	3,6	4,7	5,2	5,6	5,1	-
Diferenciales España-CEE	3,4	3,2	4,5	4,5	4,8	4,2	-

Fuente: INE y OCDE.

con la OCDE. Dada la favorable evolución de la inflación en la economía internacional, es previsible que este resultado sea extrapolable al conjunto del año 1986.

Para alcanzar una visión más completa de la evolución de los precios, es necesario considerar los condicionamientos derivados del comportamiento de los costes. La evolución de los costes de producción en 1986 se está caracterizando principalmente por el aumento en el ritmo de crecimiento de los costes del trabajo. Ya durante el año anterior, los diversos informes de coyuntura del Banco de España señalaron que, en 1985, se alcanzó un punto de inflexión en la trayectoria de los costes del trabajo, frenándose la tendencia a la desaceleración que había dominado en la economía española desde 1978.

El crecimiento de los salarios en 1986 ha estado condicionado por las cláusulas estipuladas en el Acuerdo Económico y Social, que, en virtud de la tasa de inflación prevista a lo largo del año, fijaban una banda para los incrementos salariales de los convenios colectivos entre el 7,2 % y el 8,5 %.

A finales del mes de mayo, el crecimiento medio de los salarios pactados en los convenios colectivos durante la parte transcurrida del año se situaba en el 8,1 %, con tendencia a aproximarse al límite superior de la banda. A este crecimiento habría que añadir el efecto de la entrada en vigor de la cláusula de revisión automática, en diciembre de 1985, como resultado del desbordamiento de las previsiones iniciales de inflación para ese año, y que puede cifrarse en torno a 0,6 puntos. Estos datos contrastan con el 7,4 % de incremento medio de los salarios pactados en 1985, lo que representa un claro aumento en su ritmo de crecimiento.

Los datos de la Encuesta de Salarios referidos al primer trimestre de 1986 reflejan este cambio de tendencia. El crecimiento de la ganancia media por per-

sona, durante este período, se ha situado en el 10,1 %, frente a la tasa media del 9,3 % registrada en 1985. Por su parte, los salarios agrícolas han registrado un crecimiento del 9,1 %, frente al 7,6 % alcanzado durante el mismo período del año anterior. El conjunto de indicadores disponibles permite estimar que el crecimiento medio en 1986 del coste laboral por persona en el sector privado, incluidas las cotizaciones a la Seguridad Social, tiende a situarse en torno al 10 %, frente al 9,5 % estimado para el año anterior.

El efecto de este comportamiento de los salarios sobre los costes de producción puede verse reforzado por la evolución de la productividad media del trabajo. Como se señaló en el Informe Anual de 1985, ya durante el último año se redujo el ritmo de crecimiento de la productividad como resultado de un cierto agotamiento de los procesos de reconversión y racionalización. Durante 1986, la importante mejora en el nivel de ocupación, que pasa de registrar una caída del 1,1 % en 1985 a un aumento cifrable en el 1,2 %, puede contribuir a una nueva reducción en la tasa de crecimiento de la productividad media observada del trabajo, a pesar del mayor dinamismo de la producción. El ritmo de aumento de la productividad puede descender desde el 3,1 % de 1985 al 1,8 % en 1986.

Tanto la aceleración de los salarios como la reducción de la tasa de crecimiento de la productividad contribuyen a invertir claramente la tendencia reciente de los costes del trabajo por unidad de producto. Esta variable, que en 1983 había registrado una tasa del 10,1 %, en 1984 del 5,7 %, y en 1985 del 5,4 %, en 1986 puede situarse en torno al 8,1 %, rompiendo así con la tendencia a la desaceleración que había dominado en los últimos años. Si este comportamiento se consolida en el futuro inmediato a través de las pautas salariales que pueden establecerse para 1987, tal vez afecte negativamente a la inflación subyacente y al proceso de recuperación del empleo.

8. Indicadores salariales (Ø) (a)

	Ganancia media por hora	Ganancia media por persona	Salarios pactados en convenios	Jornales agrícolas	Coste salarial en la construcción
1983	15,2	13,7	11,4	9,0	12,3
1984	12,4	9,9	7,7	8,8	10,6
1985	9,8	9,3	7,4	9,2	7,4
1986	12,4 (b)	10,1 (b)	8,1 (c)	8,7 (d)	5,5 (e)
1984					
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
1985					
I TR	12,7	9,6	7,4	7,6	7,4
II TR	11,3	9,7	7,5	9,3	7,6
III TR	7,8	8,5	7,5	9,8	7,4
IV TR	7,6	9,3	7,9	10,2	7,2
1986					
I TR	12,4	10,1	8,1	9,1	6,1 (e)
II TR	—	—	7,9 (c)	8,4 (d)	

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

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

(c) Último dato disponible: mayo.

(d) Último dato disponible: abril.

(e) Último dato disponible: febrero.

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

El comportamiento alcista de los costes del trabajo se ha añadido a las tensiones derivadas de la instauración del IVA. Sus efectos negativos sobre los costes medios de producción se han visto aminorados por la influencia de los precios de la energía y de otros productos de importación, y de los precios de los *inputs* intermedios de origen agrario.

El abaratamiento del petróleo en los mercados mundiales, las tendencias deflacionistas que han dominado los mercados de algunas materias primas y la depreciación del dólar frente a la peseta están contribuyendo muy favorablemente a la evolución de los costes durante 1986. La acción conjunta de la reducción de los precios internacionales del crudo y de la depreciación del dólar ha repercutido en una importante reducción de los precios en pesetas de la energía importada. El deflactor de las importaciones energéticas puede registrar en 1986 una caída en torno al 40 %. Al abaratamiento de los precios de la energía se ha unido una importante reducción de la tasa de variación de los precios en pesetas de los restantes productos importados. La tasa de variación del deflactor de las importaciones no energéticas puede estimarse en el 1 %. Así, los precios en pesetas del conjunto de bienes importados, que durante 1985 registraron un crecimiento estimado del 4,5 %, en 1986 podrían experimentar un descenso del 11 %, lo que supondría una contribución

negativa al indicador global de los costes de producción, en torno a los dos puntos. Sin embargo, esta estimación no tiene en cuenta que, como se ha dicho anteriormente, la reducción de los precios del petróleo no se ha transmitido íntegramente a los precios interiores. Si se computan los precios interiores de la energía, la estimación de los precios en pesetas de los *inputs* importados para 1986 podría situarse en una caída cercana al 6 %, reduciéndose, en consecuencia, su contribución negativa al indicador de costes a un punto. La diferencia entre ambas estimaciones aproxima, en alguna medida, el impacto que la transmisión incompleta del abaratamiento de los precios del petróleo ha tenido sobre los costes medios de producción.

Como resultado de todo ello, el indicador global de los costes de producción puede registrar durante 1986 una tasa de crecimiento superior a la de 1985. Es necesario subrayar dos aspectos igualmente importantes de este comportamiento. Por un lado, el indicador global de costes refleja una paralización en el proceso de ajuste de los costes, que se traduce en un aumento de su tasa de variación. Y, por otro, este comportamiento negativo se produce, a pesar del contexto extraordinariamente favorable propiciado por la evolución de los precios de importación. Es importante tener en cuenta las distintas aportaciones de los diferentes componentes de los costes de producción, pues el favorable im-

pacto de los precios de la energía y de los precios de importación tiene, en su mayor parte, un carácter transitorio y presumiblemente irreplicable a corto plazo, de forma que, si no se modifica la tendencia mostrada durante 1986 por los costes unitarios del trabajo, la evolución de los costes de producción podría empeorar en el futuro inmediato.

A pesar de ello, los costes medios de producción continúan creciendo durante 1986, a tasas inferiores al crecimiento de los precios finales, lo que podría reflejar el mantenimiento de la tendencia a la recuperación de los márgenes de explotación, aunque, sin duda, con menor intensidad que en los últimos años.

En el análisis de la generación de las rentas, destaca el fuerte aumento en la tasa de crecimiento de la remuneración de los asalariados. Ya durante el año anterior se invirtió la tendencia a la desaceleración de la masa salarial, pasando del 7,0 % de 1984 al 8,4 % de 1985. Las estimaciones para el conjunto de 1986 apuntan a un crecimiento de esta rúbrica, superior al 12,5 %, con lo que se superaría, por primera vez desde 1978, el ritmo de crecimiento de los precios de consumo, alcanzando un crecimiento, en términos reales, superior a los cuatro puntos. Este comportamiento fuertemente expansivo de la remuneración de los asalariados es el resultado de la incidencia conjunta del comportamiento de los salarios y del comportamiento del empleo. Las cifras de salarios manejadas anteriormente implican, además de un momento en su tasa de crecimiento nominal, una tasa de variación positiva de los salarios reales en el promedio del año. Durante el primer trimestre de 1986, el índice deflactado de ganancia media por persona de la Encuesta de Salarios se situó un 1,6 % por encima del nivel medio del año anterior.

Por otra parte, como se señaló en el epígrafe anterior, el crecimiento del empleo, que desde 1977 venía contribuyendo negativamente al crecimiento de la masa salarial, ha invertido muy marcadamente su pauta de comportamiento durante 1986. La evolución del empleo a lo largo de 1985 y primer trimestre de 1986 permite estimar para este año una tasa media de crecimiento en el nivel de empleo asalariado en torno al 3,1 %, alcanzándose, por primera vez desde 1977, valores positivos en esta tasa de variación.

La influencia expansiva de la remuneración de los asalariados sobre la renta disponible de las familias se verá, sin embargo, parcialmente amortiguada por la fuerte desaceleración que se estima para la rúbrica de las rentas distribuidas de la propiedad y de la empresa. Como se sabe, en esta rúbrica se incluyen las rentas mixtas de los trabajadores autónomos, que se verán afectadas por la reducción en el nivel de empleo de los

no asalariados que está acompañando a la fuerte recuperación del empleo asalariado. El resto de los conceptos que integran esta rúbrica contribuye también a su desaceleración, dados el menor ritmo de crecimiento del excedente bruto de explotación y la moderación en el crecimiento de los intereses y alquileres. Debe tenerse en cuenta que, en la medida en que las rentas de los trabajadores autónomos son, en su mayor parte, rentas de trabajo, la consideración de la rúbrica de la remuneración de los asalariados exagera el comportamiento expansivo, al no tener en cuenta que parte del crecimiento del empleo asalariado se debe a trasvases desde el empleo no asalariado.

5. Financiación de la economía y política monetaria

La evolución de los flujos financieros de la economía y el desarrollo de la política monetaria a lo largo del primer semestre del año han estado enmarcados por la evolución de los excedentes de ahorro e inversión de los distintos sectores. Las estimaciones disponibles sobre esos excedentes (cuadro 9) son muy provisionales, ya que a los problemas habituales en otros informes de coyuntura se añade, en éste, la carencia de datos acerca de las operaciones financieras de los organismos de las administraciones públicas diferentes del Estado. Pero, a pesar de ello, esa información ofrece una visión razonablemente aproximada de los trasvases de financiación registrados en el período.

Los datos de los cinco primeros meses de 1986 muestran cambios muy considerables con respecto al mismo período del año anterior. El más destacado es la extraordinaria mejora del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que, confirmando las previsiones de un excedente positivo de excepcional magnitud para el conjunto del año, presenta un fuerte superávit en unos meses en los que suele arrojar saldos deficitarios.

En el período considerado, las necesidades financieras del Estado han registrado una sensible disminución, que se cifra en 150 m.m. respecto al mismo período del año anterior. Esta evolución es fruto, más que de una contención en el gasto, del aumento de los ingresos del Estado, derivado de la implantación del IVA y de la reducción del precio de los productos petrolíferos en origen, no repercutida sobre los consumidores finales. Por otra parte, la introducción del IVA ha implicado un adelanto en el calendario de ingresos al Estado con respecto al de los impuestos que susti-

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

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1985	1986	1985	1986
1. Excedente global de la economía (2+3+4) (a)	-86	207	-49	265
2. Estado (b) (c)	-493	-496	-783	-630
3. Sector privado (b) (d)	539	721	809	912
Variación de activos	897	881	1.277	1.192
Variación de pasivos	358	160	468	280
4. Otros (e)	-132	-18	-75	-17

(a) Según registro de caja.

(b) Contrapartida de flujos financieros identificados.

(c) Véase detalle en el cuadro 16.

(d) Véase detalle en el cuadro 18.

(e) Excedente de las instituciones financieras, de otros organismos de las administraciones públicas diferentes del Estado, cuentas restringidas de recaudación, 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).

tuye (1), por lo que esta mejora no es fácilmente extrapolable al conjunto del año.

El excedente del sector privado, obtenido a partir de los flujos financieros identificados de dicho sector, ha mostrado una nueva mejora, reflejo del amplio saldo positivo de las operaciones corrientes con el exterior y de unas necesidades financieras del Estado que, si bien menores que en el año anterior, fueron de gran importancia.

Por último, la línea residual de «Otros» agrupa un conjunto heterogéneo de instituciones (financieras y de carácter público), junto con los flujos financieros no identificados y las discrepancias estadísticas. Los datos presentados en este renglón tienen muy difícil interpretación; resulta muy probable que, individualmente consideradas, estas rúbricas alcancen importes elevados de signo contrario que arrojan el pequeño saldo neto ofrecido en el cuadro. Este muestra, en todo caso, un signo deficitario, que, sin embargo, se ha reducido significativamente de 1985 a 1986.

Cuando, en los últimos meses de 1985, las autoridades monetarias trataron de definir los objetivos del año entrante, se preveía una evolución de los excedentes sectoriales no muy distinta de la que se acaba de comentar, pero existía una considerable incertidumbre sobre el perfil de la demanda de activos líquidos en manos del público (ALP), debido a los efectos del nuevo régimen fiscal de los activos financieros emanado de la ley 14/1985, de 29 de mayo. Esta había colocado a una

gran parte de los pasivos bancarios tradicionales en una situación desfavorable, no sólo respecto a su régimen pasado, sino también respecto a los pagarés del Tesoro, ya que las ventajas fiscales otorgadas a éstos resultaban especialmente atractivas para el público con preferencia por la ocultación fiscal.

Esta situación ya había originado, en la segunda mitad de 1985, fuertes desplazamientos desde los pasivos bancarios tradicionales hacia los pagarés del Tesoro. Pero, al iniciarse 1986, resultaba muy problemático prever el curso de esos trasvases en la primera mitad del año, hasta el final del régimen transitorio previsto en la nueva normativa fiscal. Se desconocía, por supuesto, el perfil de la demanda potencial de pagarés ligada a propósitos de ocultación fiscal y su sensibilidad a los tipos de interés, y no existía información precisa sobre el calendario de vencimientos de los instrumentos susceptibles de alimentar el desplazamiento hacia los pagarés del Tesoro. Pero, sobre todo, no se conocía cuál iba a ser la política de tipos de interés que el Tesoro iba a practicar en sus emisiones de pagarés, después de cuatro meses en que no había realizado subasta alguna. Dicho de otro modo: para unos objetivos dados de política monetaria, que condicionarían el nivel general de tipos de interés, no era posible evaluar si el Tesoro intentaría emitir un volumen importante de pagarés —lo que mermaría las posibilidades de reducir su rentabilidad respecto al nivel general de tipos de interés—, o si aceptaría limitar sus emisiones, en un intento de reducir al máximo el coste de sus colocaciones. En ese dilema entraba también en juego el eventual descenso del coeficiente de inversión obligatoria en pagarés del Tesoro exigido a las instituciones bancarias, que sería posible en la primera alternativa y problemático en la segunda. Todo ello tenía evidentes

(1) La liquidación era antes semestral o trimestral, y, a partir de 1986, trimestral con carácter general, pero mensual para las grandes empresas.

repercusiones sobre la instrumentación de la política monetaria en el año 1986.

De hecho, a través de las sucesivas subastas de pagarés que se han producido a lo largo del primer semestre, el Tesoro ha manifestado claramente su voluntad de lograr la reducción relativa de los tipos de interés de este instrumento, disminuyendo éstos (1), en un contexto de evolución al alza de los tipos interbancarios a corto plazo.

La apertura de los diferenciales de tipos de interés que trajo consigo esta opción ha tenido importantes repercusiones tanto en forma de desplazamientos desde unos a otros componentes de ALP y de cambios en la estructura de tenedores de los pagarés del Tesoro, como en la propia gestión de la política monetaria.

Con los datos correspondientes a los cinco primeros meses del año, puede observarse en el cuadro 10 que los tenedores de pagarés bancarios han mostrado, como se previó, una fuerte propensión a transformarlos en pagarés del Tesoro. La parte más importante de los saldos de pagarés bancarios amortizados se trasladó, en efecto, a pagarés del Tesoro. El montante de estos títulos en manos del público aumentó en 1.658 m.m. entre enero y mayo, frente a 1.476 m.m. de incremento en todo el año 1985. Esta abultada demanda de pagarés del Tesoro obedeció fundamentalmente a sus ventajas fiscales, pero no puede excluirse, en los primeros meses de 1986, el papel de las expectativas de continuidad del proceso descendente de sus tipos de interés, con las consiguientes posibilidades de ganancias de capital futuras. Pero resultó que los tenedores de pagarés bancarios no estaban tan interesados por las posibilidades

10. ALP y componentes

	Variaciones referidas a datos a fin de mes m.m.			
	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1985	1986	1985	1986
ACTIVOS LIQUIDOS DEL PUBLICO (ALP) (a)	490	599	869	829
Disponibilidades líquidas	120	-1.031	398	-1.211
Efectivo	-63	-28	-45	18
Depósitos a la vista	-287	-223	-227	-172
Depósitos de ahorro	-81	28	-73	59
Depósitos a plazo	551	-808	743	-1.116
<i>Imposiciones ordinarias y certificados de depósito</i>	<i>-113</i>	<i>934</i>	<i>-149</i>	<i>1.203</i>
<i>Pagarés bancarios y efectos de propia financiación</i>	<i>664</i>	<i>-1.742</i>	<i>892</i>	<i>-2.319</i>
Pagarés del Tesoro en manos del público (b)	310	1.300	449	1.658
Empréstitos	100	137	101	139
Otros (a)	-40	193	-69	243

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

(b) Incluye operaciones definitivas y cesiones temporales. Véase detalle en el cuadro 11.

11. Pagarés del Tesoro en manos del público (a)

	Variaciones referidas a saldos datos fin de mes m.m.			
	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1985	1986	1985	1986
Total (a+b=c-d)	310	1.300	449	1.658
a. En firme	50	369	26	426
b. Con pacto de retrocesión	260	932	423	1.232
c. Emisión neta <i>menos</i> Banco de España	522	1.069	691	1.241
d. En poder de instituciones financieras	212	-231	242	-417
- <i>Retenidos por coeficiente (b)</i>	<i>-110</i>	<i>-40</i>	<i>-89</i>	<i>-61</i>
- <i>De libre negociación</i>	<i>323</i>	<i>-191</i>	<i>331</i>	<i>-356</i>

(a) Valores nominales.

(b) Se refiere al coeficiente de deuda a corto plazo del Tesoro.

(1) El tipo marginal de las subastas a 18 meses ha pasado desde el 9,7 % de la última subasta del año 1985, al 8,1 % de la segunda del mes de julio de 1986.

de ocultación fiscal como en un principio se supuso, y, ante el descenso relativo de la rentabilidad de los pagarés del Tesoro, una parte considerable de los pagarés bancarios que vencían se reinvertió en imposiciones ordinarias y en certificados de depósito bancarios, que en el mismo período se incrementaron en 1.203 m.m. Por otra parte, las operaciones de seguro, incluidas en el cuadro 10 en el epígrafe de «Otros», también registraron una espectacular expansión. Sus saldos se incrementaron en 220 m.m. a consecuencia de su utilización, como otra alternativa para eludir la nueva normativa fiscal.

Las entidades bancarias, con una abultada cartera de excedentes de pagarés del Tesoro, cedieron importantes volúmenes de títulos, aprovechando el diferencial entre los tipos a que fueron emitidos y los vigentes en los mercados secundarios. Como muestra el cuadro 11, las adquisiciones de pagarés por parte del público (1.658 m.m.) superaron el nivel neto de emisiones colocadas fuera del Banco de España (1.241 m.m.), permiti-

tiendo a las instituciones bancarias desprenderse de cifras muy significativas de pagarés (417 m.m.).

El descenso de los tipos de interés (cuadro 12) en los mercados secundarios de pagarés fue, inicialmente, más acusado en los plazos superiores a los tres meses, por ser éste el segmento del mercado más atractivo para quienes buscaban las ventajas fiscales de estos títulos. Sin embargo, la caída de tipos se extendió a las operaciones a más corto plazo, a medida que la demanda continuó presionando, los excedentes de las entidades se fueron reduciendo, y éstas, ante las expectativas creadas en torno a una eventual reducción del coeficiente de inversión obligatoria en deuda del Tesoro, mostraron preferencia por reponer los vencimientos de su cartera obligatoria mediante la adquisición en el mercado secundario de títulos con cortos plazos residuales, en lugar de la suscripción de los títulos ofrecidos por el Tesoro en las subastas. Esto explica que, en el mercado interbancario, el diferencial de tipos entre operaciones de depósitos y dobles con

12. Tipos de interés (Ø)

	Plazo d=día m=mese a=año	1985 DIC	1986					
			Medias mensuales			Medias decenales: JUN		
			ABR	MAY	JUN	1	2	3
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación	1 d.	10,5	12,0	11,9	11,8	11,8	11,9	11,9
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	9,3	9,3	—	—	—	—	—
Venta de pagarés del Tesoro	1 a. ó más	9,5	—	8,4	8,4	8,4	8,3	8,3
TESORO:								
Subasta de pagarés	18 m.	—	8,8	8,5	8,3	8,1	7,9	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos y dobles	1 d.	9,9	11,9	11,8	12,0	11,9	12,0	12,1
Depósitos	3 m.	10,5	12,3	11,6	12,1	11,5	12,1	12,5
	6 m.	11,0	12,1	11,4	11,8	11,3	11,8	12,2
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	9,5	9,6	8,8	9,1	9,2	9,3	9,0
	6 m.	9,4	9,2	8,5	8,8	8,3	8,3	9,0
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	9,4	8,9	8,5	8,3	8,3	8,3	8,2
MERCADO MONETARIO BURSATIL:								
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	9,2	8,7	8,3	8,3	8,2	8,3	8,5
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1 a.	9,9	9,6	9,5	9,3	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	9,5	9,5	9,5	9,4	...	...	...
Crédito de la banca:								
<i>A interés fijo</i>	1-3a.	15,5	15,7	15,6	15,5	...	...	...
<i>A interés variable</i>		11,8	12,4	12,4	12,3	...	...	...
<i>Preferencial</i>	1 a.	14,8	14,5	14,5	14,4	...	...	...
Crédito de las cajas (interés fijo)	1-3 a.	15,5	16,0	15,7	15,7	...	...	...
RENTABILIDADES BURSATILES:								
Deuda pública	2 a. ó más	12,3	12,1	11,4	11,0	...	...	...

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

pagarés del Tesoro a un mes y tres meses mostrara una notable inestabilidad y, en general, se ampliara en más de dos puntos entre marzo y junio, llegando a superar, en determinados momentos, los 3,5 y 4 puntos, respectivamente.

El acusado descenso absoluto y relativo de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro ha tenido otros efectos, además del de limitar el trasvase hacia ellos desde otros pasivos bancarios, ya que, desde el punto de vista de la instrumentación de la política monetaria, se han puesto de relieve dos importantes consecuencias, derivadas ambas del hecho de que las instituciones bancarias han dejado de estar interesadas en mantener carteras excedentes de pagarés del Tesoro.

La primera consecuencia ha sido la de debilitar la posibilidad de que el Banco de España utilice las cesiones temporales de pagarés del Tesoro como instrumento para drenar liquidez. Afortunadamente, no ha habido, en general, necesidad de ello en la primera mitad del año, pues, en otro caso, se hubiera planteado el grave dilema de dejar persistir los excedentes de liquidez, o de instrumentar una política de tipos de interés en tales cesiones, en franca contradicción con la propugnada por el Tesoro. La segunda consecuencia ha sido la ruptura del vínculo que, a través de los pagarés del Tesoro —primero y único instrumento mantenido simultáneamente y por cifras importantes en las carteras de las instituciones bancarias y del público—, se había creado entre el mercado interbancario y el mercado de activos financieros a corto plazo en manos del público.

Otra consecuencia ha sido la ruptura de la conexión, en el mercado interbancario, entre las operaciones de depósito y de dobles con pagarés del Tesoro, con el resultado de que, en estos momentos, el mercado de dobles está dominado por problemas de cumplimiento del coeficiente de inversión en deuda del Tesoro y no por los problemas tradicionales de redistribución de excedentes de caja entre instituciones bancarias. Y, por último, el nuevo régimen fiscal de los activos financieros ha animado, tanto al público como a las instituciones bancarias, a desplazarse hacia el mercado de deuda pública a más largo plazo. La expectativa de descensos futuros en sus tipos de interés ha impulsado también la demanda, y, en el caso de las instituciones bancarias, es posible que hayan contado también la futura creación del mercado de deuda mediante anotaciones en cuenta y la expectativa de una eventual computabilidad de estos títulos en el coeficiente de inversión en deuda pública.

Estas bruscas alteraciones en los mercados de activos financieros del público y el conjunto de fricciones y de problemas de adaptación, que inevitablemente ha originado, ha añadido, durante el primer semestre del año, fuertes dosis de incertidumbre en la evaluación del desarrollo de las magnitudes monetarias y en la toma de decisiones de las autoridades.

Al margen de los factores reseñados hasta aquí, la política monetaria para el año 1986 debía enfrentarse a otras dos cuestiones especiales: los efectos sobre los precios de la implantación, a principios de año, del IVA, y las implicaciones monetarias del fuerte excedente previsto para la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En materia de precios, se esperaba que la implantación del IVA desde primeros de año se reflejase en un incremento de la tasa de inflación. Se trataba de un fenómeno por una sola vez, que no tendría por qué traducirse en revisión al alza de las expectativas inflacionistas, pero existía una gran incertidumbre sobre la magnitud del mismo y sobre su manifestación en el tiempo. Dada la transitoriedad del fenómeno, la política monetaria debía evitar tensiones en los mercados, pero, al mismo tiempo, por razones obvias, no podía permitir que los ajustes de precios se extendieran más allá de lo necesario.

En cuanto a las consecuencias del excedente exterior, se planteaba, en primer lugar, la cuestión de la medida en que debía ser contrarrestado permitiendo una apreciación del tipo de cambio. Por otra parte, existía el problema de minimizar, para un excedente dado por cuenta corriente, el incremento de las reservas de divisas centrales, con el fin de no crear un nuevo mecanismo generador de excesos de liquidez en el sistema bancario, en unos momentos en que el déficit público estaba actuando en la misma dirección.

El enfoque general adoptado, a principios de año, para afrontar estos problemas consistió, ante todo, en programar una política de tipo de cambio en la que la depreciación nominal de la peseta fuera inferior a la que se seguiría de intentar tener en cuenta la evolución del diferencial de inflación entre España y los países de la CEE. Con ello se excluía una revalorización del tipo de cambio efectivo nominal, pero se aceptaba la posibilidad de una apreciación real de la peseta frente a las monedas de la Comunidad. A favor de esta solución abogaban la sensible depreciación de esa magnitud en 1985 —que ahora se vería compensada en alguna medida— y la contribución de esa actuación a la reducción del ritmo de inflación. En cuanto a la cuestión del aumento de reservas, se preveían actuaciones de diversa índole tendentes a transferir las mismas desde el Banco

13. Agregados monetarios (Ø) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T _t) %			Variación acumulada desde DIC de 1985 %		
		JUN (p)	ABR	MAY	JUN	ABR	MAY	JUN
Activos líquidos en manos del público (ALP)	27.114	10,0	9,4	21,9	15,2	14,1	15,3
Disponibilidades líquidas (M ₃)	21.153	-13,6	-12,4	12,7	-4,3	-6,0	-3,1
<i>Efectivo</i>	2.152	-0,7	29,5	13,1	15,5	18,2	17,4
<i>Depósitos de la banca</i>	9.977	-31,2	-32,0	6,4	-16,0	-19,5	-15,7
<i>Depósitos de las cajas</i>	7.960	9,1	6,4	20,7	7,9	7,6	9,6
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.064	10,9	8,2	14,2	3,0	4,1	5,7
Otros activos líquidos	5.961	205,3	155,9	62,0	179,4	174,5	151,4
<i>Pagarés del Tesoro (b)</i>	4.038	351,6	250,8	90,7	270,4	266,4	228,6
<i>Otros activos (c)</i>	1.923	52,0	38,9	15,8	75,6	67,6	57,6

(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.

de España hacia el resto de la economía. En esta línea, al margen de una eventual liberalización de salidas de capital, se inscribía la continuidad de una actitud muy permisiva en cuanto al reembolso anticipado de créditos exteriores y la ampliación de las posibilidades de acumulación por las instituciones bancarias de activos en moneda extranjera.

Considerando todo este conjunto de previsiones e incertidumbres, los objetivos monetarios de 1986 se definieron en términos de una banda entre el 9,5 % y el 12,5 %. Este crecimiento monetario debía de ser suficiente para financiar un avance real del PIB entre el 2 % y el 2,5 % y un incremento de los precios en torno al 8 %. Dadas las previsiones sobre déficit público, que se correspondían con un crecimiento de la financiación interna al conjunto de las administraciones públicas del orden del 21 %, y en el supuesto de que los activos del sistema crediticio frente al exterior no experimentasen variación a lo largo de 1986, la expansión monetaria señalada haría posible otorgar financiación interna al sector privado, a una tasa entre el 7 % y el 8 %.

La evolución observada en los seis primeros meses de 1986 ha sido, en algunos aspectos, acorde con las previsiones. Las necesidades de financiación del Estado han registrado una apreciable moderación; la implantación del IVA no ha generado excesivas tensiones sobre los precios, y, gracias a la reducción en los saldos de deuda exterior y a los cambios en la posición exterior de las instituciones bancarias, ha sido posible coordinar un importante superávit corriente con un au-

mento moderado de las reservas centrales y con una pequeña apreciación real de la peseta. Sin embargo, existen tres elementos en los que la realidad se ha desviado de las previsiones: el primero de ellos ha sido una expansión monetaria sensiblemente superior a la prevista; el segundo, un incremento del crédito interno al sector privado algo más acusado que el estimado, y el tercero, inducido por los dos anteriores, una elevación notable de los tipos de interés a corto plazo, en relación al nivel de los mismos vigente a finales de 1985, determinado por los intentos de contener el desbordamiento anteriormente señalado.

La expansión de los activos líquidos en manos del público, en el primer semestre de 1986, ha sido del 15,3 % (cuadro 13). En enero y febrero, las autoridades monetarias adoptaron una línea de continuidad respecto a la política instrumentada en los últimos meses de 1985 y se limitaron a atender pasivamente la demanda de liquidez de las instituciones bancarias, mediante préstamos a un día al tipo de interés fijo del 10,5 %. En consecuencia, los mercados monetarios registraron una tónica de tranquilidad, y los tipos de interés de las operaciones de depósito a uno y tres meses se situaron, sistemáticamente, al mismo nivel que el practicado por el Banco de España en sus préstamos a un día.

Entre las razones que justificaron esta política, figuró, en primer lugar, la interpretación como fenómeno transitorio de la aceleración que estaba experimentando el crecimiento de ALP. Ese crecimiento se correspondía, en buena medida, con la expansión de los pagarés del

Tesoro y se relacionaba con los cambios en la fiscalidad. Era, pues, posible que, una vez realizado el conjunto de reajustes de las carteras del público, la demanda de activos líquidos del público retornara a niveles más estables.

En segundo lugar, preocupaba a las autoridades el riesgo de frenar la recuperación que estaba experimentando la demanda de crédito. Esta recuperación se explicaba, en parte, por la sustitución de financiación externa por financiación interna, que la situación relajada de los mercados interiores había propiciado, pero se asociaba también con las buenas perspectivas que la economía española venía registrando desde la segunda mitad del año anterior y, en concreto, con una aceleración del gasto en existencias.

A estas dos razones hay que añadir la intensidad de la demanda de efectivo ante la convocatoria del referéndum sobre la OTAN, fenómeno transitorio y habitual ante acontecimientos políticos de esta naturaleza. Por otro lado, la situación cómoda de balanza de pagos, que permitía financiar sin problemas el déficit por cuenta corriente, no imponía frenos a una cierta holgura, y, por último, el signo de la política practicada guardaba relación con el deseo que parecía manifestar el Tesoro de continuar reduciendo los tipos de interés practicados en las subastas de pagarés.

No obstante, a medida que avanzó el primer trimestre, ante la pujanza que mostraban los agregados monetarios (17 % de crecimiento medio a lo largo de dicho período), las autoridades decidieron poner fin a este episodio expansivo y comenzaron a elevar gradualmente el tipo de interés marginal de la subasta de préstamos. Entre marzo y abril, el Banco de España subió el tipo a un día, desde el 10,5 % al 12 %. Esta actuación se tradujo en ascensos similares de los tipos de los depósitos interbancarios y contribuyó a flexionar a la baja el ritmo de crecimiento monetario. El agregado ALP pasó a crecer, en abril y mayo, a una tasa media del 9,7 %, frente al 17 % del primer trimestre. Aunque la acción de las autoridades fue importante para frenar el avance de los agregados monetarios, la moderación de las necesidades financieras del sector público que se registró a partir de marzo contribuyó notablemente a este resultado.

La inflexión a la baja del ritmo de crecimiento de ALP en los meses de abril y mayo no consiguió, sin embargo, situar el avance medio de esa magnitud (14,1 %) dentro de los límites marcados por la senda de objetivos. Pero la rapidez con que tal moderación se produjo, los datos favorables sobre la evolución del índice de precios al consumo y la actividad productiva, y el temor a quebrar las expectativas de descenso futuro de los

tipos de interés llevaron a las autoridades a reducir ligeramente, a partir de la mitad del mes de mayo, el tipo marginal de la subasta de préstamos, hasta el 11,75 %. Los tipos de interés del mercado interbancario descendieron paralelamente.

El brusco repunte que han registrado los agregados en el mes de junio, que ha elevado el crecimiento acumulado de ALP a lo largo del primer semestre hasta el 15,3 %, ha llevado al Banco de España a endurecer de nuevo las condiciones financieras en los mercados. A pesar de que este mayor crecimiento pueda estar, en alguna medida, justificado por la propia reactivación económica, la inflación subyacente de la economía española no da muestras de una clara inflexión a la baja.

Pese a las fluctuaciones de los tipos de interés a corto plazo, los mercados financieros a medio y largo plazo han evolucionado durante los seis primeros meses del año, bajo las expectativas de continuidad del proceso descendente de los tipos de interés. El episodio restrictivo que registró el mercado interbancario en marzo y abril no se reflejó en los tipos de interés de los mercados a más largo plazo, que trazaron un sistemático perfil descendente. El rendimiento interno de la deuda pública registró una caída de 1,3 puntos porcentuales, situándose en el 11 %. Los tipos de interés practicados por las instituciones bancarias experimentaron descensos menos acusados. El tipo preferencial de las operaciones de crédito a tres años se dedujo en 0,3 puntos, hasta el 15,5 %, y el tipo medio aplicado al mismo tipo de operaciones registró una caída similar (0,4 puntos) hasta el 15,3 %.

En cuanto a las contrapartidas de ALP, la apelación del sector público a los mercados financieros durante los cinco primeros meses del año —período para el que se dispone de información casi completa— no fue muy intensa, contrariamente a lo que venía sucediendo en años anteriores, en los que este factor fue la principal contrapartida que explicó el crecimiento de ALP. Esto se debió, en gran parte, al notable incremento de los impuestos indirectos, ya comentado anteriormente. Teniendo presente la dificultad de estimar correctamente la estacionalidad de la apelación del sector público a los mercados financieros, se evalúa en torno al 20 % la tasa de expansión de la financiación interna al sector público en el primer semestre del año. Este ritmo de avance ha contribuido a explicar la mitad, aproximadamente, del crecimiento de ALP del mismo período.

Se estima que, entre enero y junio, el crédito interno al sector privado creció a un ritmo del 11 %, explicando en torno a 7,5 puntos del avance de ALP. No obstante, si se descuenta de esta financiación interna la parte que estuvo dirigida a la sustitución de financiación exterior,

se calcula en torno al 6 % el crecimiento de los fondos netos recibidos por las empresas y familias.

La posición exterior del sistema crediticio evolucionó de forma bastante estable a lo largo de los seis primeros meses del año, pues el incremento neto de reservas centrales quedó prácticamente compensado por una variación de signo contrario en la posición exterior neta de la banca y de las cajas de ahorro. Esta variación fue el resultado de un aumento de los pasivos en pesetas convertibles, de un descenso de los pasivos denominados en moneda extranjera (asociado a la amortización anticipada de financiación exterior) y de un incremento de la tesorería en divisas, resultante de la creciente liberalización de la cobertura de ventas a plazo de moneda extranjera.

En el primer semestre de 1986, el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta frente a la Comunidad Económica Europea se mantuvo estabilizado en torno

14. Tipos de interés extranjeros (Ø)

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

(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.

15. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en JUN 1986	Variaciones (Porcentajes) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1984		
		ABR	MAY	JUN	ABR	MAY	JUN
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	2,236	0,4	-1,6	-0,1	9,9	-11,3	-11,2
Yen	167,75	-1,9	-4,6	0,6	-13,8	-17,8	-17,3
Países desarrollados (b)	115,7 (c)	-0,1	-2,2	-0,7	-7,5	-9,5	-8,9
De la peseta frente a:							
Dólar	143,0	-0,9	1,2	0,7	7,9	9,0	8,4
Franco suizo	77,6	-1,3	-1,1	1,4	-2,2	-3,2	-4,7
Marco	63,9	-0,5	-0,5	0,5	-2,2	-2,6	-3,1
Yen	85,2	-2,9	-3,5	0,2	-6,4	-10,6	-10,6
Libra esterlina	215,3	-3,1	-0,2	0,2	4,7	4,6	4,8
Franco francés	20,1	2,5	-	0,5	1,4	1,6	1,1
CEE (b)	75,8 (d)	-	-0,1	-0,4	0,1	-	-0,4
Países desarrollados (b)	68,5 (d)	-0,4	0,1	-0,3	1,5	1,6	1,2
Principales acreedores (e)	- (d)	-1,0	0,4	-0,7	4,8	5,2	4,4
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar	...	-1,5	...	...	-10,5	...	...
CEE (b)	...	-0,2	-0,1	...	3,4	3,3	...
Países desarrollados (b)	...	-0,4	0,1	...	5,0	5,1	...

(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.

al valor con que cerró el año (cuadro 15). Sin embargo, dada la pérdida de valor que siguió registrando el dólar americano, esto implicó una apreciación nominal de la peseta del 1,2 % frente al conjunto de países desarrollados. El nivel de inflación de la economía española, bastante superior al de la CEE y al del conjunto de países desarrollados, hizo que, durante los cinco primeros meses del año, el tipo de cambio efectivo real, medido por los precios de consumo, se apreciase en un 3,3 % y un 5 %, respectivamente.

Los anteriores resultados se consiguieron con una política muy activa del Banco de España en los mercados de cambios. En el mes de enero, éste adquirió un volumen importante de reservas, como consecuencia de la inversión de una parte considerable de las posiciones especulativas contra la peseta, que se constituyeron a finales de 1985, ante el ingreso efectivo de España en la CEE. Sin embargo, entre febrero y abril, hubo de ceder al mercado un volumen de divisas en torno a los 1.000 millones de dólares. Esta actuación estuvo relacionada con el reembolso anticipado de préstamos exteriores, favorecido por la política monetaria holgada de los primeros meses del año. Por otra parte, las expectativas de depreciación de la peseta no remitieron completamente hasta finales de marzo, con un reflejo tanto en el mantenimiento de descuento a plazo en el mercado de Londres, superior al de los mercados nacionales, como en un aumento de las compras de moneda extranjera a plazo por parte de la clientela bancaria.

La restricción monetaria que se impuso en los mercados interiores moderó estas expectativas, cambiando, durante el mes de mayo, el signo de la intervención del Banco de España y reduciendo la posición de contado de las entidades delegadas. Sin embargo, en la segunda mitad de junio, en torno a la celebración de las elecciones generales, han reaparecido expectativas de devaluación de la peseta, con el doble reflejo de un sensible incremento del descuento a plazo de la peseta en el mercado de Londres y una apreciable pérdida de reservas centrales, cedidas a las entidades bancarias para que éstas cubrieran una fuerte demanda de compras a plazo de moneda extranjera. La actuación decidida de las autoridades en los mercados de cambios y la subida de tipos interiores que se ha producido en los primeros días de julio, unidas a la debilidad de las razones que pudieran justificar una devaluación, han contribuido a eliminar rápidamente esas tensiones, invirtiéndose en este mes el signo de las operaciones netas del Banco de España en los mercados cambiarios.

6. La financiación de las administraciones públicas

En los cinco primeros meses de 1986, las necesidades netas de financiación del Estado experimentaron una disminución de más de 150 m.m. con respecto a las del mismo período del año anterior (véase cuadro 16). Sin embargo, esta significativa reducción del flujo de endeudamiento del Estado se ve afectada por dos fenómenos que deben tenerse en cuenta al examinar las cifras del cuadro.

El primero de ellos es la alteración que la implantación del IVA ha supuesto en la cuantía y en la distribución temporal de los ingresos del Estado. Este aspecto ha sido tratado con mayor amplitud en epígrafes anteriores de este informe, por lo que basta con recordar que los mayores ingresos obtenidos por el Estado en los primeros meses de 1986, en comparación con los de 1985, dificultan la comparación de los datos de uno y otro año, y, aún en mayor medida, la extrapolación al resto del año de 1986 de lo ocurrido en los primeros meses del mismo.

El segundo aspecto hace referencia a la variación total de los pasivos financieros del Estado. A este respecto, debe tenerse en cuenta el diferente importe, en uno y otro año, de las deudas de otros organismos públicos asumidas por el Estado (1). Estas operaciones no suponen una captación de nuevos recursos en los mercados, sino el cambio de titularidad de instrumentos financieros anteriormente emitidos, por lo que no afectan al endeudamiento neto del Estado, pero sí a su endeudamiento bruto. Por consiguiente, si del aumento total de los pasivos financieros del Estado se resta el importe de las deudas asumidas (183 m.m. en 1985, 379 m.m. en 1986), resulta que, en los cinco primeros meses de 1985, el Estado captó 988 m.m. de nueva financiación, mientras que, en el mismo período de 1986, esa cifra se ha reducido a 734 m.m.

La obtención de estos fondos no planteó problemas de consideración al Tesoro en los cinco primeros meses de 1986. A pesar de la apreciable aceleración de la demanda de crédito por parte del sector privado, y del freno, en los primeros meses de 1986, a la tendencia descendente de los tipos de interés en los mercados monetarios y de crédito, que se venía manteniendo desde el verano de 1985, el Estado colocó 1.750 m.m. netos de títulos de deuda a corto y a largo plazo, consiguiendo, además, una sensible reducción de los tipos ofrecidos por sus instrumentos financieros. Ello fue

(1) Sobre la naturaleza de estas operaciones y su reflejo contable en las cuentas financieras del Estado, pueden consultarse las páginas 145-146 del Informe Anual 1985 del Banco de España.

16. Financiación del Estado

Variaciones acumuladas m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1985	1986	1985	1986
1. NECESIDAD (-) DE ENDEUDAMIENTO NETO. (2-3-4)	-493	-496	-783	-630
2. Variación de activos financieros	229	401	239	412
Dotaciones al Crédito Oficial	39	27	39	38
Contrapartida de pasivos asumidos	183	379	183	379
Otros activos netos	7	-5	17	-5
3. Variación de pasivos financieros	814	923	1.171	1.113
Mercado de valores	1.194	1.645	974	1.817
<i>Pagarés del Tesoro (a)</i>	965	1.163	731	1.356
<i>Deuda a medio y largo plazo (b)</i>	137	410	145	376
<i>Cédulas para inversiones y deuda RDL/8/1984</i>	54	1	60	14
<i>Deudas asumidas</i>	38	71	38	71
Sector exterior (c)	5	20	7	12
Emisión de moneda metálica	6	1	7	2
Créditos interiores asumidos	60	248	60	248
Recurso al Banco de España (d)	-451	-991	123	-966
4. Depósitos y desfases	-92	-26	-149	-71
PRO MEMORIA:				
Financiación total concedida por el Banco de España (e)	-167	-689	176	-630

(a) Valores efectivos.

(b) Incluye las amortizaciones de la deuda asumida.

(c) Incluye créditos exteriores asumidos (84 m.m. en 1985, 60 m.m. en 1986).

(d) Préstamos y anticipos.

(e) Incluidas las compras netas de títulos de deuda a corto y a largo plazo.

posible, gracias a la consolidación de las expectativas de descenso de la inflación y de los tipos de interés a medio plazo, lo que favoreció la colocación de grandes importes de títulos de deuda a plazo superior a cinco años. Por otra parte, el proceso de renovación de los pasivos bancarios emitidos antes de la entrada en vigor de la ley de activos financieros ha generado una demanda de pagarés del Tesoro, estimulada por motivos de ocultación fiscal y escasamente sensible a la remuneración de estos instrumentos. La captación de tan elevado volumen de recursos en los mercados de valores permitió al Estado disminuir en casi 1.000 m.m. sus saldos de créditos y anticipos en el Banco de España y anticipar el reembolso de créditos exteriores por importe de 70 m.m.

No obstante, ya en el mes de junio empezaba a apuntar una serie de cambios en este panorama. En ese mes, la emisión de obligaciones del Estado, a tipos que no alcanzaron el 10 %, obtuvo una buena acogida, lo que confirma la solidez de las expectativas bajistas sobre los tipos de interés a medio plazo. Sin embargo, la aceleración, en dicho mes, del crecimiento de las magnitudes monetarias obligó, ya a comienzos de julio, a una elevación de los tipos de interés en las operaciones de regulación monetaria. Al propio tiempo, la disminución de la demanda de pagarés del Tesoro por el pú-

blico, que, una vez finalizado el proceso de sustitución de pagarés bancarios por estos instrumentos, se está manifestando con especial intensidad en el mes de julio, puede obligar al Estado, bien a elevar los tipos ofrecidos por sus instrumentos, bien a depender, en mayor medida, del recurso al Banco de España.

Un resumen general de la financiación del Estado en los cinco primeros meses de 1986 aparece en el cuadro 16. En él puede observarse que el aumento de los pasivos financieros totales del Estado se cubrió, básicamente, a través de emisiones de deuda (1.356 m.m. efectivos de pagarés, y 376 m.m. de deuda a medio y largo plazo). Los saldos del recurso al Banco de España disminuyeron en 966 m.m. (630 m.m., si se tienen en cuenta las compras de pagarés del Tesoro y deuda realizadas por éste). En cuanto al resto de las fuentes de financiación, la colocación de cédulas para inversiones disminuyó considerablemente, como consecuencia del bajo crecimiento de los pasivos computables (la mayor parte del incremento de los pasivos bancarios se instrumentó a través de cesiones temporales de pagarés del Tesoro). Por último, la financiación concedida al Estado por el sector exterior fue negativa, por un importe próximo a 48 m.m. (1), frente a una disminución de

(1) Véanse notas al cuadro 16.

77 m.m. en 1985. Al igual que en el año pasado, el Estado aprovechó las ventajosas condiciones que podía obtener en los mercados interiores para anticipar la amortización de créditos exteriores por un importe cercano a 70 m.m., que en su inmensa mayoría fueron cancelados.

Por lo que se refiere al resto de las administraciones públicas, la información disponible es muy escasa. Se carece de datos sobre la evolución de las operaciones financieras de la seguridad social en 1986. En cuanto a las comunidades autónomas y corporaciones locales, debe destacarse que, en los cinco primeros meses de 1986, intensificaron considerablemente su apelación a los mercados de renta fija, en los que captaron 43 m.m., frente a 25 m.m. en el mismo período del año anterior.

Con todo, un indicador de las necesidades financieras del conjunto de las administraciones públicas se obtiene de la evolución del crédito al sector público por el sistema crediticio y los mercados monetarios. En los cinco primeros meses de 1986, esta magnitud creció a un ritmo en torno al 20 % en tasa anual, muy inferior al 38 % registrado en el mismo período de 1985. No obstante, debe tenerse en cuenta que la exclusión, en este

agregado, de las emisiones de deuda pública a largo, que en 1986 experimentaron un notable incremento, implica que la reducción efectivamente operada en las tasas de crecimiento de la financiación al sector público, aunque apreciable, fue menor de lo que señala aquel indicador.

Por lo que se refiere a la evolución de los mercados de deuda pública, en el cuadro 17 destaca el aumento de la financiación concedida a través de ellos por los agentes no incluidos en el sistema crediticio. En el mercado de deuda a corto, el público adquirió 426 de los 1.510 m.m. nominales de pagarés emitidos por el Tesoro, frente a sólo 26 m.m. en el mismo período de 1985. Pero aún más significativa que esta cifra es la de las adquisiciones temporales de pagarés del Tesoro por parte del público (1.232 m.m., frente a 423 m.m. en el año anterior). Las causas de este comportamiento ya fueron expuestas en el epígrafe 5, por lo que no se hará referencia a ellas.

Las colocaciones netas de títulos de deuda a medio y largo plazo en el período enero-mayo alcanzaron 376 m.m. de pesetas, frente a la ya considerable cifra de 145 m.m. en el mismo período del año anterior.

17. Mercados de deuda pública (a)

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1985	1986	1985	1986
EMISIONES NETAS	1.362	1.739	1.101	1.929
Pagarés del Tesoro	1.199	1.299	931	1.510
<i>Emisiones brutas</i>	3.269	2.125	3.282	2.452
<i>Amortizaciones</i>	2.070	826	2.351	942
Deuda a medio y largo plazo	163	440	170	419
Del Estado	137	410	145	376
<i>Emisiones brutas (b)</i>	149	423	173	433
<i>Amortizaciones (c)</i>	12	13	28	57
De las comunidades autónomas y corporaciones locales	26	30	25	43
COLOCACIONES	1.362	1.739	1.101	1.929
Sistema crediticio y SMMD	1.246	1.298	999	1.424
Pagarés del Tesoro	1.150	931	905	1.084
Deuda del Estado a largo	70	337	69	297
Deuda de las comunidades autónomas y corporaciones locales	26	30	25	43
Resto	116	441	102	505
Pagarés del Tesoro	49	368	26	426
Deuda del Estado a largo	67	73	76	79
PRO MEMORIA:				
Cesión temporal de pagarés del Tesoro al público por el sistema crediticio y las SMMD	260	932	423	1.232

(a) Valores nominales.

(b) Incluye las reinversiones por canjes. No incluye las deudas asumidas.

(c) Incluye la amortización de deudas asumidas por importe de 11 y 12 m.m. en enero-abril y enero-mayo de 1985, y de 12 y 15 m.m. en enero-abril y enero-mayo de 1986.

Cabe resaltar, sin embargo, que la mayor parte de este espectacular incremento se debe a la adquisición, por parte del Banco de España, de casi 200 m.m. netos, mientras que las suscripciones de las entidades bancarias sobrepasaron los 100 m.m. De las compras netas estimadas para los restantes agentes, una parte importante corresponde a instituciones financieras no incluidas en el sistema crediticio (en especial, las compañías de seguros). La demanda de estos títulos por los particulares también fue bastante intensa, aunque la competencia de las instituciones financieras impidió que se tradujera en elevados volúmenes de suscripción.

En esta evolución confluyeron varios factores. En primer lugar, las entidades crediticias esperaban que los títulos de deuda a mayor plazo fueran declarados computables en el coeficiente de deuda pública, e incluso que fueran a servir como instrumento para las operaciones de regulación monetaria. Estas expectativas se vieron reforzadas por la suscripción, en el mes de abril, de 200 m.m. de bonos del Estado por el Banco de España. En segundo lugar, las expectativas de descenso de los tipos de interés y la fuerte demanda de estos títulos por los particulares implicaban la posibilidad de ganancias de capital a través de futuras ventas de estos títulos.

El mercado secundario de deuda del Estado registró un gran impulso en su nivel de actividad, alcanzando una cifra de negociación de 110 m.m. en el periodo enero-mayo de 1986, frente a 28 m.m. en el mismo periodo del año anterior. El rendimiento interno de los títulos de deuda permaneció prácticamente estabilizado por encima del 12 %, hasta que a partir del mes de mayo experimentó un apreciable descenso, situándose, en ese mes, por debajo del 11,5 %, y, ya en junio, en torno al 11 %.

7. La financiación del sector privado

Durante los cinco primeros meses de 1986, ha continuado invariable la tendencia, ya observada en los dos años anteriores, hacia el incremento de la financiación neta concedida por las empresas no financieras y las familias al resto de los sectores. Como puede observarse en el cuadro 18, el aumento de los pasivos financieros del sector fue muy inferior al registrado en el año anterior, mientras que la adquisición de activos financieros registró también un ligero descenso. Al propio tiempo, la composición por instrumentos de estas magnitudes presentó divergencias muy acusadas con respecto al mismo periodo del año anterior.

El incremento, en términos desestacionalizados, de la financiación recibida por el sector privado del resto

de los sectores (instituciones financieras, sector público y sector exterior), en el periodo enero-mayo de 1986, fue del 7,2 % en tasa anual, frente al 8,8 % en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 18). La demanda de crédito a las instituciones financieras por parte del sector privado dio signos de una significativa recuperación, alimentada, en buena medida, por un proceso de cancelación anticipada de créditos exteriores que se inició en 1985.

La mayor demanda de fondos a las instituciones financieras por parte del sector privado, junto con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento de los pasivos financieros de las administraciones públicas (bien que estas experimentaran una reducción apreciable con respecto a los primeros meses del año anterior), motivó un crecimiento de los activos líquidos superior al inicialmente programado para el año. En efecto, la tasa anual de crecimiento de esta magnitud se situó, para el periodo enero-mayo, en un 14,1 %, y se elevó, en junio, hasta el 15,3 %, frente al 12,5 % que constituía el límite superior de la banda prevista.

La variación de los *activos financieros del sector privado* refleja las consecuencias de este proceso en la distribución por instrumentos del ahorro del sector (cuadros 10 y 18). Los trasvases de activos, provocados por el cambio en el tratamiento fiscal de los mismos, se han detallado en el epígrafe 5, donde se han puesto en relación con sus implicaciones para la política monetaria durante este periodo. En términos generales, estos desplazamientos favorecieron la adquisición de pagarés del Tesoro, tanto en firme como en pacto de retrocesión, en detrimento de otros pasivos, especialmente bancarios. Ello determinó una espectacular caída en la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas en relación a la evolución seguida por ALP. Debe, sin embargo, tenerse en cuenta que muchos de estos desplazamientos no señalan tendencias de carácter permanente. De hecho, hacia el final del periodo de referencia, y más acusadamente a partir de finales del mes de junio, comenzaron a remitir las compras de pagarés del Tesoro, una vez en fase terminal el proceso de sustitución de activos financieros generado por la nueva ley, al tiempo que los pasivos bancarios convencionales daban signos de recuperación.

De la evolución del resto de los activos financieros del sector privado, no incluidos en ALP, destaca la fuerte demanda de títulos de renta fija, especialmente públicos, así como la recuperación de niveles superiores de actividad en la colocación de pagarés de empresa.

En efecto, el mercado de pagarés de empresa experimentó, en los cinco primeros meses de 1986, una noto-

18. Financiación del sector privado

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1985	1986	1985	1986
CAPACIDAD DE FINANCIACION (+) (1-2)	539	721	809	912
1. Variación de activos financieros	897	881	1.277	1.192
Activos líquidos del público (a) (b)	490	599	869	829
Títulos monetarios no incluidos en ALP (pagarés de empresa)	123	-12	102	61
Títulos de renta fija	134	160	152	191
Títulos de renta variable	146	133	167	140
Créditos al exterior	4	-23	-13	-29
2. Variación de pasivos financieros	358	160	468	280
Títulos del mercado monetario	121	-53	94	-21
<i>Letras</i>	-9	-50	-6	-61
<i>Pagarés de empresa</i>	130	-3	100	40
Títulos de renta fija	15	2	15	-4
<i>Emisiones netas</i>	53	73	53	67
<i>Asumidas por el Estado</i>	-38	-71	-38	-71
Títulos de renta variable	158	134	186	150
Créditos	64	77	173	155
De instituciones financieras (c)	88	348	207	459
<i>En pesetas</i>	132	490	261	655
<i>En moneda extranjera</i>	-44	-142	-54	-196
<i>De bancos</i>	37	180	36	209
<i>De cajas de ahorros</i>	23	131	74	205
<i>De cooperativas</i>	14	3	19	7
<i>De crédito oficial</i>	60	37	65	40
<i>De otras instituciones financieras</i>	-46	-3	13	-2
Del exterior	-24	-271	-34	-304
PRO MEMORIA (porcentajes):				
ALP (*) (d)	17,0	15,2	17,0	14,1
Total activos financieros (*) (d)	21,3	17,1	20,2	16,1
Crédito interno (*) (d)	6,5	11,2	8,1	11,6
Total pasivos financieros (*) (d)	8,3	5,7	8,8	7,2

- (a) Incluye los depósitos de empresas públicas y organismos autónomos comerciales e industriales.
 (b) Véase detalle en el cuadro 10.
 (c) Incluye los créditos a empresas públicas y organismos autónomos comerciales e industriales.
 (d) Tasa anual de variación.

ria reactivación, tras el freno que para este mercado supusieron las modificaciones en la fiscalidad de los activos financieros. Debido al elevado volumen de emisiones de pagarés de empresa en el primer trimestre de 1985, que en su mayor parte vencieron en el período considerado, las suscripciones netas alcanzaron las cuantías modestas (61 m.m.) que se reseñan en el cuadro 18. Sin embargo, las colocaciones brutas en el sector privado alcanzaron una cifra próxima a los 200 m.m., siguiendo un curso de rápido crecimiento a medida que el año avanzaba. La caída de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro reanimó la apetencia de los compradores sin ánimo de ocultación fiscal, entre ellos muchas instituciones financieras.

En los cinco primeros meses de 1986, la suscripción neta de títulos de renta fija por el sector privado registró

volúmenes sólo ligeramente superiores a los alcanzados en los primeros meses del año anterior. No obstante, estos datos no son representativos de la creciente apetencia de los particulares por este tipo de títulos, a causa de dos factores: por una parte, la reducción en la oferta de obligaciones privadas, y, por otra, la fuerte competencia ejercida por las instituciones del sistema crediticio en la suscripción de las emisiones de deuda pública. Con todo, los agentes del sector privado incrementaron sus carteras en una cifra superior a los 190 m.m., cedidos, en buena medida, por instituciones bancarias a las que habían sido adjudicados estos títulos a la emisión.

En cuanto al mercado de renta variable, debe hacerse notar que buena parte de las emisiones corresponden a ampliaciones de capital de empresas públicas, suscri-

tas por el INI o por el propio Estado. Sin embargo, el relativamente escaso número de ampliaciones a las que el sector privado tuvo acceso fue cubierto con facilidad. La preferencia de los inversores particulares por los títulos de renta variable tuvo un reflejo más exacto en lo ocurrido en los mercados secundarios, donde tanto los volúmenes contratados como los precios se elevaron de forma espectacular, tema éste sobre el que se volverá más adelante.

Los datos del cuadro 18, referentes a la variación de los *pasivos financieros de las familias y las empresas*, muestran cómo, en los cinco primeros meses de 1986, se aceleró el proceso, ya iniciado en la primera parte de 1985, de intensificación del recurso a los mercados interiores y de cancelación de deudas contraídas en el exterior. La demanda de crédito a las instituciones financieras por parte del sector privado experimentó una aceleración, impulsada por el descenso de nivel de los tipos durante la última parte de 1985. Los mercados crediticios interiores no sólo suministraron la mayor parte de los nuevos fondos requeridos por los agentes del sector privado, sino que permitieron refinanciar un importante volumen de créditos exteriores que vencieron o que fueron anticipadamente amortizados. A pesar de que, en los meses transcurridos de 1986, los tipos activos de las instituciones crediticias siguieron una evolución bastante errática (tras diversas oscilaciones, el tipo variable de referencia de la banca subió medio punto, mientras que el preferencial a un año bajaba un cuarto), la demanda de crédito se sostuvo muy firme, tanto para los bancos como, especialmente, para las cajas. Por el contrario, el crédito oficial experimentó un crecimiento inferior al del año anterior, debido a la disminución de los fondos disponibles para préstamos por estas instituciones.

Una gran parte del nuevo crédito concedido se instrumentó a tipos variables. Los saldos de estos créditos otorgados por la banca se incrementaron en 277 m.m., mientras que los de créditos a tipo fijo disminuyeron apreciablemente. Las cajas de ahorros, por su parte, instrumentaron de este modo la mitad, aproximadamente, de su flujo de nuevos créditos. Las grandes empresas centraron en este mercado la captación de los fondos necesarios, restringiendo su captación de fondos en los mercados de valores (con excepción del de pagarés de empresa).

La financiación obtenida por el sector privado a través de créditos exteriores en el período considerado fue negativa, por un importe de 304 m.m. En esta evolución confluyeron, tanto la disminución en las solicitudes de fondos a los mercados exteriores como el considerable importe (superior a 230 m.m.) de las amortizaciones anticipadas. Muchos prestatarios, ante la dispo-

nibilidad de fondos en los mercados internos, prefirieron realizar las ganancias derivadas del proceso de apreciación de la peseta frente al dólar que se viene observando desde principios de 1985.

En lo que se refiere a las emisiones de títulos por parte de las empresas, merece ser destacada la evolución seguida por el mercado de pagarés de empresa. El sostenimiento de los tipos de interés activos de las entidades bancarias, junto con la caída en la remuneración de los depósitos y de otros instrumentos de colocación del ahorro (pagarés del Tesoro, en especial), abrió un diferencial que las grandes empresas (públicas, multinacionales y, cada vez en mayor medida, eléctricas) aprovecharon para la colocación de estos instrumentos en cantidades crecientes, a lo largo del período de referencia. Las instituciones financieras, en buena parte con vistas a la recolocación futura entre su clientela y los propios inversores particulares, constituyeron una demanda pujante, que permitió la colocación de más de 200 m.m. brutos. El considerable volumen de amortizaciones de estos instrumentos emitidos por las mismas fechas del año anterior explica el reducido importe (40 m.m.) de las emisiones netas. No obstante, el mercado mostró una plena recuperación, que se reflejó, no sólo en la cuantía de las emisiones brutas, sino en la ampliación del número de emisores y el perfeccionamiento de los sistemas de emisión y colocación, con la realización de subastas y la utilización de créditos bancarios movilizables mediante pagarés. Por su parte, los saldos de letras endosadas por bancos y cajas disminuyeron en 61 m.m., lo que determinó la cifra negativa (-21 m.m.) de emisiones de títulos monetarios que aparece en el cuadro 18.

En los cinco primeros meses del año, las emisiones de renta fija tuvieron como protagonistas casi absolutos a las empresas eléctricas, que captaron un volumen neto de fondos igual al total de las emisiones netas en el mercado (67 m.m.). Estos títulos fueron, en su mayor parte, colocados entre el público. Las emisiones del resto de los agentes apenas cubrieron las amortizaciones del período.

Las emisiones de renta variable (150 m.m.) correspondieron en más del 60 % a las empresas de carácter público. Las ampliaciones de empresas del INI (44 m.m.) y de Telefónica (36 m.m.) fueron las más importantes, y a ellas debe sumarse alguna en el sector eléctrico.

Por lo que se refiere al mercado secundario de renta variable, en el período considerado se asistió a un rápido incremento de los precios (el índice de la Bolsa de Madrid subió más del 80 %) y del nivel de actividad de las bolsas. La contratación, en términos nominales, en los cinco primeros meses de 1986, fue igual al total de

1985. Debido al alza de los precios, el aumento de la contratación efectiva fue muy superior.

Todos los sectores se vieron incluidos en la corriente alcista, provocada por una diversidad de factores, entre los que cuentan, en primer lugar, las mejores perspectivas de resultados de las empresas, así como las reducciones ya experimentadas en el crecimiento de los precios y en los niveles de tipos de interés, y las expectativas de disminuciones ulteriores. Por otra parte, la igualación del trato fiscal de las acciones y obligaciones con otros instrumentos financieros, por ley de mayo de 1985, puede haber desempeñado un importante papel en esta evolución. Junto a estas causas, cabe destacar el creciente flujo de inversiones procedentes del exterior, que, en un mercado relativamente estrecho como el español, tiene un poderoso efecto directo sobre la demanda y un efecto indirecto, aún más importante, de arrastre de inversiones nacionales. El proceso habitual de autoalimentación de las alzas bursátiles, a consecuencia del nuevo dinero que afluye con las subidas de precios, explica, por último, la sorprendente rapidez de la elevación de las cotizaciones.

8. La balanza por cuenta de capital

En el período enero-mayo de 1986, la balanza de capitales registró un saldo negativo importante, contrapartida del superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Aunque la canalización del ahorro interno hacia el exterior no es una novedad (el fenómeno viene produciéndose en los últimos dos años), es preciso resaltar que dicho comportamiento es totalmente inusual en los primeros cinco meses del año, período en el que los ingresos procedentes del turismo son significativamente inferiores a los del resto del año.

En los meses comentados, la salida de capitales, en términos netos, ascendió a 265 m.m. de pesetas (1.812 millones de dólares), frente a unas entradas netas de 49 m.m. en el mismo período del año anterior. Dicho flujo se concentró básicamente en la amortización de créditos exteriores, pues ni la financiación otorgada al resto del mundo ni la acumulación de reservas alcanzaron montantes significativos. La apreciación de la peseta con respecto al dólar (10 %, desde el mes de diciembre de 1985) y la disponibilidad de financiación

19. Movimientos exteriores de capital (a)

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1985	1986	1985	1986
TOTAL	86	-207	49	-265
Capital a largo plazo	-12	-134	-10	-147
Financiación recibida	23	-103	24	-116
Créditos	-89	-315	-115	-384
<i>Al sector público</i>	-14	2	-31	-17
Ingresos	(233)	(91)	(259)	(106)
Pagos	(-247)	(-89)	(-290)	(-123)
<i>Al sector privado</i>	-75	-317	-84	-367
Ingresos	(140)	(25)	(181)	(81)
Pagos	(-215)	(-342)	(-265)	(-448)
Inversiones	112	212	139	268
Financiación otorgada	-35	-31	-34	-31
Capital a corto plazo y ajustes (b)	11	-25	-24	-41
Instituciones bancarias	87	-48	83	-77
Banco de España	161	49	118	-39
Reservas centrales	161	49	118	-39
Otros	-	-	-	-
Instituciones bancarias privadas	-74	-97	-35	-38
Posición al contado	18	-81	-9	-37
Otras posiciones	-107	-116	-114	-143
Pesetas convertibles	16	100	88	142

(a) Aumento de activos y reducción de pasivos (-).

(b) Incluye diferencias de valoración.

interna fueron los factores que impulsaron esta evolución. Las importantes amortizaciones de créditos exteriores —en su gran mayoría denominados en dólares— fueron facilitadas, además, por el Banco de España, que autorizó las solicitudes de amortizaciones anticipadas, con el fin de contrarrestar el incremento de la liquidez interna proveniente del sector exterior.

Durante el período enero-mayo, el *endeudamiento neto directo a largo plazo* registró una variación negativa por valor de 147 m.m., correspondiendo 116 m.m. a la disminución de la financiación recibida del exterior, y los 31 m.m. restantes, a la financiación otorgada por los sectores residentes al resto del mundo.

Como queda reflejado en el cuadro 19, los créditos fueron la partida que motivó el descenso de la financiación externa, pues las inversiones extranjeras mantuvieron un fuerte crecimiento a lo largo del período. La disminución de los *créditos exteriores* fue ocasionada tanto por el recorte de las entradas brutas como por las amortizaciones efectuadas. Así, los créditos recibidos alcanzaron las cifras de 107 m.m. en el caso del sector público y de 81 m.m. en el caso del sector privado, frente a un volumen de entradas brutas de 259 m.m. y 181 m.m., respectivamente, a lo largo del mismo período del año anterior. Por su parte, las amortizaciones ascendieron a 581 m.m., de las cuales 123 m.m. fueron efectuadas por el sector público y 448 m.m. por el sector privado. Del total de las amortizaciones, alrededor de un 50 % (unos 300 m.m.) correspondió a pagos anticipados. La actuación de los sectores residentes fue paralela a la línea general de comportamiento de los países no exportadores de petróleo. Estos, aprovechando la mejora de sus balanzas de pagos, tendieron a restringir la apelación financiera al exterior, así como a disminuir la deuda externa contraída anteriormente en condiciones mucho menos favorables que las vigentes en la actualidad. Esta conducta se vio agudizada en el caso español, puesto que el sector privado tendió a anticipar las ganancias procedentes de la apreciación de la peseta frente al dólar a través de la cancelación de su deuda viva.

Las inversiones extranjeras alcanzaron, en el período comentado, un total de 268 m.m., frente a 139 m.m. en el mismo período del año anterior. Del total de inversiones, fueron las directas y las de cartera las que aumentaron más rápidamente (llegando a 89 m.m. y 104 m.m., respectivamente). El avance de las primeras debe atribuirse a la mejora en la situación general de nuestra economía y a su integración en la CEE. En el caso de las inversiones de cartera, además de estos factores, debe tenerse en cuenta, sobre todo, el alza espectacular registrada en las bolsas españolas.

La financiación otorgada directamente al exterior por los sectores residentes, en el período enero-mayo, aumentó en 32 m.m., cifra muy similar a la del mismo período del año 1985. Dentro del agregado, los recursos canalizados a través de inversiones registraron un incremento de 44 m.m., mientras que los créditos concedidos al exterior disminuyeron por valor de 12 m.m. en términos netos.

Las instituciones bancarias privadas registraron un incremento de sus activos netos frente al exterior, por importe de 38 m.m. La posición al contado de la banca aumentó 37 m.m., frente a un aumento de 9 m.m. en el año anterior. La liberalización, a lo largo de 1986, de los límites de cobertura de operaciones a plazo con la posición al contado contribuyó a este crecimiento de los saldos de las divisas mantenidos por las entidades delegadas.

Los restantes componentes de la posición exterior de la banca registraron variaciones muy notorias, pero de signo contrario. La tendencia al reembolso anticipado de los créditos exteriores se hizo también patente en los créditos interiores denominados en moneda extranjera; en consecuencia, las entidades bancarias cancelaron pasivos exteriores obtenidos para la financiación de créditos a residentes por importe de 143 m.m. Por el contrario, la fortaleza de la peseta y la ampliación del diferencial positivo de tipos de interés entre los mercados nacionales y los exteriores (en el mes de mayo, el diferencial entre los tipos del interbancario español a tres meses y el tipo medio ponderado en el euromercado a igual plazo se encontraba dos puntos por encima de los valores de cierre de 1985) incentivaron las entradas de capitales exteriores en pesetas convertibles. Estas alcanzaron 142 m.m. a lo largo de los cinco primeros meses del año.

El Banco de España, en los cinco primeros meses del año, aumentó sus reservas exteriores por valor de 39 m.m. de pesetas, equivalentes a 687 millones de dólares. Las amortizaciones de deuda exterior, la cesión de divisas a las entidades bancarias para cobertura de sus posiciones a plazo y la apreciación media, en términos reales, de la peseta, durante el período comentado, hicieron posible que el aumento de reservas fuera mucho menos intenso que lo que cabía esperar, dados los condicionantes de la evolución de la balanza de pagos. Teniendo en cuenta la evolución de las reservas centrales exteriores hasta el mes de mayo de 1986, el saldo de las mismas alcanzó los 13.700 millones de dólares (unos 1.950 m.m. de pesetas), lo que supone un porcentaje de cobertura de la deuda contraída con el sector exterior del 52 %, frente al 46 % en que se situaba dicho coeficiente a finales del año 1985.

Regulación financiera: segundo trimestre de 1986

Otra vez durante el pasado trimestre han sido numerosas las novedades registradas en la normativa relativa al sistema financiero. Se ha establecido, en primer lugar, otro descenso en el tipo de interés aplicable al tramo remunerado del coeficiente de caja, que lo ha dejado situado en el 8,5 %.

En la regulación del riesgo de país, se ha producido, junto a algunas modificaciones en su definición, una elevación sustancial de los niveles mínimos de cobertura para los países clasificados como muy dudosos, dudosos o con dificultades transitorias.

Las normas de control de cambios que afectan a las entidades bancarias se han visto afectadas en varios puntos. El primero es la nueva ordenación del mercado de divisas de contado, que básicamente diversifica los criterios sobre fechas valor aplicables a las operaciones y flexibiliza los cambios utilizables por las entidades delegadas en sus relaciones con su clientela no bancaria. Además, se ha complementado la normativa de las cuentas extranjeras tanto en pesetas ordinarias como en pesetas convertibles.

Las cajas de ahorro han visto minuciosamente desarrollada la nueva regulación de sus órganos rectores, al tiempo que el gobierno, haciendo uso de las facultades que le fueron concedidas con motivo de nuestra entrada en la Comunidad Económica Europea, adaptaba la ordenación de los establecimientos de crédito y del seguro privado a la normativa comunitaria, con especial incidencia sobre la futura actuación de la banca extranjera en España. Para las sociedades de garantía recíproca, se ha reforzado el apoyo institucional a sus operaciones de aval y reaval relacionadas con pequeñas y medianas empresas.

Pasando a los mercados financieros, hay que señalar, en el terreno instrumental, la actualización de la normativa del servicio telefónico del mercado de dinero, que, entre otros cambios, contempla ahora la actividad de las entidades que actúan como mediadoras. En el mercado de pagarés del Tesoro, pasan a ser considerados como «intermediarios financieros» los fondos de inversión en activos del mercado monetario.

El bolsa, además de la elevación del importe mínimo que ha de alcanzar la puesta en circulación de títulos de renta fija para ser considerada como «oferta pública», hay que destacar la puesta en marcha del segundo mercado, que posibilita a las pequeñas y medianas empresas el logro de las ventajas de la cotización oficial con menores exigencias que en el mercado tradicional.

Finalmente, también se ha adaptado al derecho comunitario la normativa referente a las inversiones extranjeras en España. Como novedades, cabe destacar, junto a mejoras técnicas y conceptuales, la sustitución del criterio de autorización administrativa por el de verificación administrativa, y la no consideración de las entidades bancarias y aseguradoras como sector especial, sometido a normativa específica en esta materia.

Coeficiente de caja: tramo remunerado

Tanto la estructura del coeficiente de caja como, sobre todo, el tipo de interés aplicable a su tramo remunerado han sido objeto de numerosas modificaciones, desde que, a comienzos de 1984, entró en vigor su nueva regulación (1).

Ahora, la CBE n.º 11/1986, de 23 de mayo, ha dispuesto un nuevo descenso en el tipo de interés con el que se remuneran los depósitos en el Banco de España que corresponden al tramo remunerado del coeficiente de caja (15,5 % de los pasivos computables), bajándolo del 9 % al 8,5 %.

Este nuevo tipo de interés se aplicó a partir de la primera decena de cómputo de coeficiente del mes de junio inclusive, en el caso de las entidades que cumplen el coeficiente por promedios decenales, y, a partir del día 4 de junio inclusive, en el de las entidades que lo hacen mediante depósitos bloqueados por un mes.

Entidades de depósito: riesgo de país

La normativa sobre el riesgo de país arranca de la CBE 34/1984, de 16 de octubre, modificada por CBE

22/1985, de 3 de septiembre. La autorización para dotar estas provisiones en moneda extranjera está contenida en la CBE 15/1985, de 30 de abril. Parte de estas disposiciones, que han sido ya tratadas en esta misma sección, ha sido modificada por la CBE 8/1986, de 28 de abril, que, además, refunde y deroga las dos CBE citadas en primer lugar. El tratamiento fiscal de estas dotaciones está regulado por la OM de 8.2.85, y las modificaciones posteriores de la normativa del Banco de España han sido admitidas por resoluciones de 2.12.1985 y 24.6.1986 de la Secretaría de Estado de Hacienda.

Los cambios introducidos por la CBE 8/1986 afectan, en primer lugar, a las operaciones excluidas del riesgo de país, a las que se han añadido, con carácter general, los créditos comerciales formalizados en carta de crédito o crédito documentario con vencimiento no superior a tres meses desde la fecha de utilización.

En segundo lugar, se ha endurecido una de las condiciones para mejorar la clasificación inicialmente concedida a un país, ya que antes bastaba con que presentase balanza de pagos por cuenta corriente positiva un año, y ahora se exigen tres.

La novedad más importante es la sustancial elevación de los niveles mínimos de cobertura para los países clasificados como muy dudosos o con dificultades transitorias, que aparece resumida en el cuadro 1. Continúa la obligación de dar de baja en balance los riesgos con países clasificados como fallidos y se mantiene, en lo fundamental, el tratamiento aplicable a los países no clasificados en otros grupos, ya que la única modificación es que, en este caso concreto, ahora se consideran sin riesgo de país los créditos documentarios hasta 6 meses (antes, hasta 3 meses).

Coberturas mínimas del riesgo de país

Países	Circular del Banco de España		
	34/84	22/85	8/86
Muy dudosos	20 % anual acumulativo hasta el 100 %	20 % anual acumulativo hasta el 100 %	50 % inicial; 70 % y 90 % al comienzo del 2.º y 3.º año
Dudosos	10 %	15 %	20 % inicial, 35 % al comienzo del 2.º año
Dificultades transitorias	5 %	10 %	15 %

(1) Para un resumen de estas modificaciones, véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1986», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1986, pág. 28.

Finalmente, se ha modificado la información que ha de remitirse al Banco de España sobre este tema (Estado T.10, segunda parte: «Detalle por países de las provisiones para la cobertura del riesgo-país»), habiéndose añadido una nueva columna para detallar la fecha de clasificación de cada país en su categoría y la de las posibles reclasificaciones futuras.

Las anteriores reglas de cobertura se mantuvieron vigentes hasta el 29 de junio de 1986. Las nuevas entraron en vigor al día siguiente (30.6.86), si bien en junio y septiembre se autorizan, con carácter general, unos déficit equivalentes, respectivamente, a las dos terceras partes y a la mitad de la posible diferencia entre los nuevos niveles de cobertura mínima en dichas fechas y los fondos de cobertura efectivamente constituidos en mayo y agosto. Ante situaciones excepcionales, el Banco de España puede autorizar planes individuales de adaptación más flexibles.

Entidades delegadas: mercado de divisas de contado

El funcionamiento del mercado español de divisas de contado estaba regulado por la circular del Instituto Español de Moneda Extranjera n.º 256, de 20 de marzo de 1969, que desarrollaba una OM de 25 de agosto de 1959. Con las particularidades que más adelante se comentan, esta circular ha sido derogada por la CBE 9/1986, de 28 de abril, que ha establecido nuevas normas para las operaciones de compra-venta al contado de divisas que realicen las entidades delegadas, ya sea con su clientela residente o no residente, con el Banco de España, con otras entidades delegadas, o con entidades bancarias no residentes.

La relación de las dieciocho divisas admitidas a cotización en el mercado español, así como la de las entidades delegadas, están contenidas en los anexos de la CBE 28/1984, de 31 de julio, que han sido actualizados por acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, de 31 de mayo de 1986.

Respecto a las operaciones con divisas no admitidas a cotización en el mercado español, las entidades delegadas que registren entradas deberán convertirlas en cualquiera de las cotizadas, incrementando su posición en esta última divisa.

Con divisas cotizadas, las operaciones que pueden realizar las entidades delegadas son: a) contra pesetas ordinarias, tanto entre sí como con su clientela; b) contra pesetas convertibles, sólo con no residentes; y c) contra divisas, entre sí y con no residentes.

Las operaciones a) y c) pueden ser «valor mismo día», «valor día hábil siguiente» y «valor dos días hábiles siguientes». Esta última valoración es la única autorizada para las operaciones del tipo b).

El mercado interbancario de divisas funcionará todos los días hábiles, excepto los sábados y otros días declarados inhábiles a estos efectos. Los cambios se determinarán libremente, y, los días en que funcione este mercado, se celebrará a las 12,30 en el Banco de España una sesión oficial, en la que la contratación de las distintas divisas se realizará por un orden y unos importes mínimos especificados por la circular que se comenta.

Esas transacciones sirven para establecer el cambio base (*fixing*) mediante el cálculo del cambio medio ponderado de las operaciones realizadas. Los cambios oficiales de compra y venta de cada divisa se obtienen aplicando al cambio base los márgenes que en cada momento fije el Banco de España. Estos cambios oficiales de compra y venta determinan, a partir de ahora, los límites mínimo y máximo de una banda dentro de la cual han de moverse las entidades delegadas, en las operaciones con «valor dos días hábiles de mercado», con su clientela no bancaria. En las operaciones «valor mismo día» y «valor día hábil siguiente», estos cambios son libres. Todo ello entraña una modificación significativa respecto del régimen anterior, en el que los cambios oficiales eran cambios únicos de aplicación obligatoria en todas las relaciones de la banca con su clientela.

La posición de contado de cada divisa, cuyo límite fijará el Banco de España para cada entidad, está formada por el saldo de las operaciones en dicha divisa contra pesetas ordinarias o convertibles, o contra otras divisas. Esta posición neta por fecha de contratación no podrá ser de signo vendedor (posición corta) al cierre de cada día, sin tener en cuenta para ello las provisiones materializadas en moneda extranjera ni los saldos aplicados a cobertura de ventas de divisas a plazo. Descontadas estas excepciones, y otras que puedan autorizarse, las posiciones de contado estarán en todo momento a disposición del Banco de España, quien podrá exigir su cesión, aplicando los correspondientes cambios base que se hayan establecido en el mercado oficial del día de la cesión.

La CBE n.º 9/1986 entrará en vigor el 1 de septiembre de 1986. En dicho día, quedará definitivamente derogada la circular n.º 256 del IEME (1), manteniéndose

(1) La operatoria con billetes extranjeros, que esta circular regulaba también, está actualmente sometida a la CBE n.º 8/1985, de 6 de marzo. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1985, pág. 43.

dose sólo vigentes las normas de procedimiento que contiene, hasta el 1 de enero de 1987, fecha en que entrará en vigor la CBE n.º 4/1986, de 14 de febrero, sobre normas para la comunicación al Banco de España de los cobros y pagos exteriores (1). En ese día, quedará también derogada la circular n.º 2 del Departamento Extranjero del Banco de España, de 15 de abril de 1974.

Entidades delegadas: cuentas extranjeras en pesetas

La normativa general por la que han de regirse las cuentas extranjeras en *pesetas convertibles* que las entidades delegadas pueden abrir a no residentes, contenida en las OOMM de 23 de enero de 1981 y de 30 de enero de 1986 (2), ha sido desarrollada por la CBE n.º 10/1986, de 14 de mayo.

El contenido de esta circular se refiere esencialmente a normas operativas y no aporta novedades de fondo. Detalla las formas que pueden revestir dichas cuentas (sólo depósitos a la vista, de ahorro o a plazo, no instrumentadas mediante certificados de depósito), normas para su movilización (aclaradas posteriormente por CCBE de 4 de junio de 1986), operaciones autorizadas al crédito y al débito de las cuentas, criterios de valoración (dos días hábiles de mercado, salvo autorización del Banco de España), acreditación de la condición de no residente, libertad de tipos de interés, prohibición de descubiertos, etc.

La CBE n.º 10/1986 entró en vigor el 23 de mayo de 1986, día siguiente a su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

En relación a las cuentas extranjeras en *pesetas ordinarias*, la circular de la Dirección General de Transacciones Exteriores n.º 33/1986, de 18 de marzo, ha completado y aclarado las normas de procedimiento establecidas en la resolución de la misma Dirección General, de 20 de diciembre de 1985 (3).

Cajas de ahorro: órganos rectores

La ley 31/1985, de 2 de agosto, reguladora de las normas básicas sobre órganos rectores de las cajas

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1986», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1986, pág. 29.

(2) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1986», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1986, págs. 29-30.

(3) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1986, pág. 44.

de ahorro, estableció la obligación de que –en el plazo de seis meses desde su desarrollo legislativo por las comunidades autónomas, y, en todo caso, antes de diez meses desde su publicación en el BOE (9 de agosto de 1985)– todas las cajas de ahorro y la Confederación Española de Cajas de Ahorros adaptasen sus estatutos y reglamentos a lo que en ella se contiene, facultando al gobierno para adoptar las medidas y dictar las disposiciones necesarias para su desarrollo (1).

Haciendo uso de esta facultad, el RD 798/1986, de 21 de marzo (BOE del 25 de abril de 1986), ha venido a complementar la regulación de los citados órganos rectores y a llenar el posible vacío derivado de la eventual falta de desarrollo legislativo por parte de alguna comunidad autónoma.

Tomando como criterios inspiradores la territorialidad, profesionalidad, democratización y transparencia de los procesos electorales, se establece una minuciosa regulación de temas que se incluyen en los nuevos estatutos y reglamentos, y de los procedimientos para la designación, renovación por mitades y posible reelección de los consejeros generales representantes de las corporaciones municipales, de los impositores, de las personas o entidades fundadoras y del personal. De igual forma, se detallan estos mismos aspectos en relación al director general, a los vocales del consejo de administración (estos nombramientos deberán notificarse a la comunidad autónoma correspondiente o al Ministerio de Economía y Hacienda, a través del Banco de España) y de su comisión ejecutiva, y a los miembros de la comisión de control, que se constituirá en comisión electoral cuando se desarrollen procesos de este tipo.

Otros aspectos ampliados y concretados son los referentes a órganos rectores de cajas de ahorro de nueva creación o resultantes de fusiones, a la determinación de dietas y sueldos (que no podrán superar los límites máximos fijados con carácter general por el Banco de España), y a la primera renovación, mediante sorteo, de la mitad de los anteriores consejos de administración y junta general.

Finalmente, para las comunidades autónomas, se establece la obligación de remitir al Ministerio de Economía y Hacienda, a través del Banco de España, información precisa respecto a las cajas de ahorro domiciliadas en ellas, sobre: a) creación, fusión y liquidación de las mismas; b) nombramientos, ceses y reelecciones del director general y de los vocales del

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, págs. 56-57.

consejo de administración, en el plazo de quince días desde que tengan conocimiento de ellos; c) modificación de los estatutos o reglamentos acordados por la junta general, en el plazo de un mes desde que los apruebe la comunidad autónoma; y d) cuanta información se recabe sobre el ejercicio de sus competencias relativas a los órganos rectores de las cajas de ahorro, a fin de velar por la observancia de las normas estatales básicas.

Instituciones financieras: adaptación a la CEE

La exigencia de homogeneizar el ordenamiento jurídico español con el derecho comunitario, a raíz de la entrada de España en la CEE, se instrumentó mediante la ley 47/1985, de 27 de diciembre, que autoriza al gobierno a dictar normas con rango de ley, relativas a una amplia gama de sectores. Esto ha dado lugar a la aparición de una serie de reales decretos legislativos, de los que aquí se comentan los referentes a las instituciones de crédito y a los seguros privados.

El real decreto legislativo 1298/1986, de 28 de junio, afecta a los *establecimientos de crédito*. Los define como empresas que tienen como actividad típica y habitual recibir fondos del público, en forma de depósitos u otras análogas, que llevan aparejada la obligación de restitución, aplicándolos por cuenta propia en la concesión de créditos. Aunque se adapte mal a la operatoria concreta de alguno de ellos, esta definición comprende: entidades oficiales de crédito, bancos privados, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación. La sociedades mediadoras en el mercado de dinero no quedan, en cambio, incluidas entre los establecimientos de crédito.

Cabe destacar también la reforma de la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946, introduciendo los supuestos en los que puede ser revocada la autorización concedida a un establecimiento de crédito. Son los siguientes: a) renuncia a la autorización al no haber comenzado las actividades en los doce meses siguientes a su concesión, b) interrumpir su actividad durante más de seis meses, c) haber obtenido la autorización por medios irregulares, d) incumplimiento de las condiciones de la autorización, e) carecer de fondos propios suficientes o no poder garantizar sus obligaciones respecto a los fondos recibidos, y f) como sanción. Las autorizaciones para sucursales de establecimientos extranjeros quedarán revocadas cuando lo sea la de su casa matriz; en los demás casos, es preceptiva la consulta con las autoridades monetarias del país de origen.

La revocación de la autorización supondrá la disolución del establecimiento y la apertura del período de liquidación, durante el cual las funciones de los liquidadores serán asumidas por el Fondo de Garantía de Depósitos correspondiente.

Un apartado nuevo es el dedicado a información y secreto profesional. En él se establece que, en el ejercicio de la labor inspectora, se colaborará con las autoridades que tengan encomendadas funciones semejantes en países extranjeros, siempre que exista reciprocidad y dichas autoridades estén sometidas al secreto profesional. Para salvaguardar éste, los datos que obren en poder de las autoridades inspectoras españolas tendrán carácter reservado, salvo que una ley disponga lo contrario o los interesados hayan dado publicidad a los hechos a que se refieren. No obstante, estos datos podrán comunicarse al correspondiente Fondo de Garantía de Depósitos, y en caso de resolución de la autoridad judicial, así como con fines estadísticos —en este último caso, de forma agregada. También han quedado exceptuados del secreto profesional los deberes de colaboración tributaria contenidos en los artículos 111 y 112 de la Ley General Tributaria (1).

En cuanto a los bancos extranjeros, se ha reformado el artículo 40 de la Ley de Ordenación Bancaria de 1946, eliminando, para los bancos procedentes de países miembros de la Comunidad Económica Europea, la posibilidad de que el gobierno condicione su establecimiento en España al principio de reciprocidad, posibilidad que subsiste para el resto de países.

No se establece, en cambio, esta diferenciación al señalar un calendario de adaptación para la progresiva equiparación operativa de las filiales y sucursales de bancos extranjeros, autorizadas en virtud del RD 1388/1978, al resto de los establecimientos bancarios nacionales. Para la obtención de financiación ajena en el mercado interior no interbancario, se establecen, a partir de 1 de enero de 1988, incrementos anuales de 10 puntos porcentuales desde el límite actual del 40 % de sus inversiones en valores y créditos a entidades españolas, más los activos de cobertura del coeficiente de caja. En cuanto a la apertura de oficinas, a partir del 1 de enero de 1990, podrán abrir otra, además de las tres actuales; dos más, a partir de igual fecha de 1991, y otras dos, desde comienzos del año siguiente. A partir de 31.12.1992, desaparecerán todas las limitaciones en la captación de recursos y en la apertura de sucursales. Con estas normas, se hace extensivo a todos los bancos ex-

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

tranjeros creados al amparo del RD 1388/1978 el régimen que con motivo del acceso de España a la Comunidad Económica se acordó para los bancos de los países de ésta.

Pese a su reciente promulgación, la nueva normativa del control administrativo sobre *seguros privados*, que parte de la ley 33/1984, de 2 de agosto (1) debía adaptarse al derecho comunitario europeo en dos planos distintos. El primero, relativo a la colaboración entre los servicios de control de los diversos países comunitarios y al fomento de ciertas actividades, estaba ya previsto en la disposición final de la ley 33/1984, que manda entender lo establecido en ella sin perjuicio de los compromisos adquiridos por el Estado español en virtud de tratados o convenios internacionales.

El segundo plano se refiere a adaptar la regulación misma a las Directivas Comunitarias sobre Seguros Privados, y dio lugar a que la ordenación del seguro privado fuese mencionada explícitamente en la ley 47/1985. Haciendo uso de esta delegación, el real decreto legislativo 1255/1986, de 6 de junio, ha modificado diez artículos de la citada ley 33/1984, adaptándolos a las cinco directivas comunitarias que hasta ahora han aparecido sobre esta materia.

Por su parte, la adaptación del RDL 1347/1985, de 1 de agosto (texto refundido de la ley reguladora de la producción de seguros privados), se ha producido mediante el real decreto legislativo 1300/1986, de 28 de junio.

Sociedades de garantía recíproca: colaboración con el IMPI

El logro, por parte del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial (IMPI), de un mejor afianzamiento de los créditos y otras operaciones financieras de las empresas que tutela venía siendo atendido mediante su participación en el capital de las sociedades de garantía recíproca.

Sin embargo, el plazo máximo de seis años para estas participaciones no era coherente con el largo plazo (hasta doce años, según la OM de 12 de enero de 1979) de las deudas garantizadas, por lo que, de reintegrar al IMPI dichas participaciones a su vencimiento, se hubiera planteado un grave problema de descapitalización en las sociedades de garantía recí-

proca, que hubiera afectado, además, negativamente al proceso de fusiones potenciado por la Administración para racionalizar el sector.

Por ello, el RD 953/1986, de 11 de abril, ha autorizado al ministro de Industria y Energía para que, a propuesta del presidente del IMPI, pueda prorrogar las mencionadas participaciones hasta el 31 de diciembre de 1991, así como para acordar su extinción antes de esta fecha.

En relación con este tema, la resolución de la Dirección General de la Pequeña y Mediana Industria de 1 de abril de 1986 ha desarrollado una OM de 14 de noviembre de 1985, estableciendo los procedimientos para el apoyo financiero al coste, tanto de los avales prestados por las sociedades de garantía recíproca a la pequeña y mediana empresa, como de las operaciones de reaval realizadas por las citadas sociedades con las de reafianzamiento.

Servicio telefónico del mercado de dinero: normas reguladoras

La normativa, hasta ahora en vigor, referente al funcionamiento del Servicio Telefónico del Mercado del Dinero está recogida en la CBE n.º 32/1981, de 20 de octubre, cuyos anexos han sido objeto de frecuentes actualizaciones. Para adaptar esta circular a las circunstancias actuales, ha aparecido un nuevo texto refundido de la misma, aprobado con fecha 27 de mayo de 1986.

Además de suprimir toda mención a los ya desaparecidos bonos del Tesoro y certificados de depósito del Banco de España, así como al Impuesto General sobre el Tráfico de Empresas (consecuencia de la implantación del Impuesto sobre el Valor Añadido), el texto refundido aporta como novedad la regulación de la actividad de las entidades que actúan como mediadoras (*brokers*) en operaciones realizadas a través del Servicio Telefónico.

Dichas mediadoras podrán ser identificadas con una clave específica, discrecionalmente concedida por el Banco de España, que será comunicada a las entidades adheridas, para que éstas la incorporen al número correspondiente a cada operación efectuada, como parte del mismo. Pero el Banco de España se reserva la facultad de suprimir la clave identificativa de una entidad mediadora en el mercado de dinero, cuando su situación patrimonial o su actuación puedan inducir a error a las entidades operantes en dicho mercado o crear inseguridad en el funcionamiento del Servicio Telefónico.

(1) Como resumen de la misma, véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, págs. 60-61.

Mercado de pagarés del Tesoro: intermediarios financieros

Las posibilidades de actuación en el mercado de pagarés del Tesoro de las entidades consideradas como *intermediarios financieros* han sido ya comentadas en varias ocasiones en esta sección (1). Básicamente, pueden suscribir directamente títulos sólo en nombre propio, participar en el mercado secundario de anotaciones en cuenta, y solicitar modificaciones en la forma de materialización de los pagarés vivos.

A los tipos de entidades que pueden ser *intermediarios financieros*, se han añadido ahora los fondos de inversión en activos del mercado monetario, de reciente creación. Esta nueva ampliación está recogida en una OM de 9 de mayo de 1986, que ha dado lugar a la correspondiente modificación de la CBE n.º 13/1984, de 10 de abril, acordada el pasado 17 de mayo.

Bolsas oficiales de comercio: creación del segundo mercado de valores

Uno de los objetivos planteados para la reforma del sistema financiero es la potenciación de los mercados de capitales, a fin de facilitar la financiación directa de las necesidades empresariales de recursos a medio y largo plazo. Para posibilitar el acceso a estos mercados de las pequeñas y medianas empresas, el RD 710/1986, de 4 de abril, ha creado el segundo mercado de valores en las bolsas oficiales de comercio, que permite obtener los beneficios de la cotización oficial con menores exigencias que el primer mercado, en materia de acceso, permanencia y obligaciones formales.

Las empresas que pretendan la admisión a cotización de sus títulos valores deberán solicitarlo a la junta sindical correspondiente, indicando la naturaleza de dichos títulos, su nominal, clase, numeración y forma y plazos de amortización, así como la documentación que reglamentariamente se determine.

Los requisitos mínimos para la admisión a cotización son: a) para las acciones, tener un capital mínimo de 25 millones de pesetas y poner a disposición de una sociedad de contrapartida al menos el 20 % de los títulos representativos del capital; b)

(1) Véase, por ejemplo, «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, pág. 51.

para las obligaciones, ser hipotecarias o convertibles en acciones, y haber sido emitidas por empresas que coticen en este mercado; c) para acciones y obligaciones, auditoría del balance y cuenta de resultados, y suscripción de un contrato con una sociedad de contrapartida, en las condiciones que reglamentariamente se determinen.

Las sociedades de contrapartida de las empresas que coticen en el segundo mercado deberán estar inscritas en el registro de la junta sindical correspondiente y tener como capital mínimo el 10 % del valor de balance de las acciones con las que operen. Deberán fijar un precio de compra y otro de venta, con una diferencia máxima entre ellos del 10 % del nominal para las acciones y del 3 % para las obligaciones. A estos precios, deberán atender, como mínimo, un 2 % de los títulos admitidos a contratación, prorrateando cuando la oferta o la demanda superen este importe.

Las cotizaciones que resulten de las operaciones cruzadas serán incluidas por la junta sindical en el acta y boletín de cotización, señalando claramente que son títulos no admitidos a cotización oficial. Para alcanzar ésta, los títulos negociados en el segundo mercado deberán someterse a las normas vigentes para la admisión y permanencia en dicha cotización oficial.

Los títulos que coticen en el segundo mercado serán aptos, según su naturaleza, para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización oficial, y servirán como activos para el cumplimiento de las inversiones obligatorias de los intermediarios financieros, en las condiciones establecidas por su normativa específica (1).

Las sociedades que coticen en este nuevo mercado deberán remitir anualmente a la junta sindical correspondiente, debidamente auditados, la memoria, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, y la aplicación de resultados, antes de dos meses a contar desde su aprobación. También deberán comunicar el pago de dividendos pasivos, los aumentos y reducciones de capital, y cuanta información adicional se les solicite.

Los derechos de arancel que se devenguen como consecuencia de las operaciones de admisión y liquidación en este mercado se reducirán en un 50 %.

Finalmente, los tenedores de títulos adquiridos en este mercado, si éstos son excluidos de la cotización,

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1986», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1986, págs. 31-32.

tendrán derecho a exigir de la sociedad emisora de recompra de los mismos, a un valor mínimo igual la de su última cotización. Para ello, la sociedad deberá anunciar una oferta pública de adquisición, si no lo hubiese hecho en el mes anterior al acuerdo de exclusión.

Para los temas no específicamente regulados, tiene carácter supletorio el Reglamento de las Bolsas de Comercio aprobado por D 1506/1967, de 30 de junio.

Mercado de valores: información sobre títulos de renta fija

Uno de los puntos en los que se basa la mejora de la información relativa a los títulos cotizados en bolsa es la publicación obligatoria de folletos informativos de contenido normalizado (1). En relación a la puesta en circulación de títulos de renta fija, la obligación de publicar dicho folleto sólo se produce cuando tienen lugar las llamadas *ofertas públicas*, que el RD 1881/1978, de 10 de julio, definía como emisiones no reservadas a los socios y con importe nominal superior a los 100 millones de pesetas, o, sin llegar a este importe, cuando en los últimos doce meses se hubiesen producido emisiones de características similares, que, sumadas a la presente, superasen los 100 millones de pesetas.

Para agilizar los trámites de emisión y puesta en circulación de empréstitos de cuantía relativamente pequeña, el RD 710/1986, de 4 de abril, ha modificado el RD 1851/1978, elevando las cuantías antes citadas, de 100 a 1.000 millones de pesetas.

Inversiones extranjeras en España: adaptación al derecho comunitario

Como ya se ha comentado, el anexo de la ley 47/1985, de 27 de diciembre (de Bases de delegación al Gobierno para la aplicación del derecho de las Comunidades Europeas), recoge una serie de leyes cuyo contenido puede modificar el gobierno, mediante normas con rango de ley, para adecuarlas al ordenamiento jurídico comunitario. Entre ellas se encuentra el D 3021/1974, de 31 de octubre, por el que se sanciona con fuerza de ley el texto refundido de las disposiciones legislativas sobre inversiones extranjeras en España.

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1983», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1983, pág. 24.

Haciendo uso de esta facultad, el real decreto legislativo 1265/1986, de 27 de junio, ha venido a adaptar la normativa española sobre inversiones extranjeras a las normas comunitarias reguladoras de los movimientos de capital.

A la espera del futuro reglamento, que el gobierno debe publicar en el plazo de un mes, se formula una nueva definición de las modalidades de inversión, que quedan reducidas a cuatro (directas, de cartera, en bienes inmuebles, y otras formas) frente a las seis anteriores. Es importante la variación en el criterio diferenciador entre inversiones de cartera e inversiones directas, ya que, mientras antes dependía de la cotización o no en bolsa de las acciones, en la nueva normativa son de cartera las inversiones que no permiten una influencia efectiva en la gestión o control del participado, sin tener en cuenta la forma de adquisición de los títulos.

Así, pues, son *inversiones directas*: a) la participación extranjera en una sociedad española que permita influir efectivamente en su gestión o control; b) la constitución de sucursales o establecimientos de sociedades extranjeras o de explotaciones que realicen personas físicas no residentes; c) la concesión de préstamos con vencimiento superior a cinco años, con el fin de establecer o mantener vínculos económicos duraderos (inclusión nueva, siguiendo criterios de la CEE); d) la reinversión de beneficios obtenidos por el inversor extranjero, con el fin de mantener vínculos económicos duraderos.

Todas las inversiones directas son libres, si bien estarán sometidas al trámite de verificación administrativa: 1) las que supongan que la participación extranjera exceda del 50 % del capital social, 2) la reinversión de beneficios realizada por sucursales o establecimientos de sociedades extranjeras o por explotaciones que realicen personas físicas no residentes, y 3) las modalidades b) y c) citadas en el párrafo anterior.

Por tanto, el procedimiento de verificación administrativa, acorde con los principios comunitarios, sustituye con carácter general al principio de autorización previa recogido en la anterior norma básica de las inversiones extranjeras (1).

Las sociedades españolas con participación extranjera y las sucursales y establecimientos constituidos en España por sociedades extranjeras podrán recurrir al crédito interior y exterior, en las mismas condi-

(1) Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, págs. 61-62.

ciones generales establecidas para las sociedades españolas. En la anterior normativa se preveían posibles limitaciones al respecto, aunque, por vía administrativa, éstas habían quedado inoperantes en los últimos años (1).

Son ahora *inversiones de cartera* las adquisiciones de acciones que no sean inversión directa y la compra de fondos públicos, títulos privados de renta fija, participaciones en fondos de inversión mobiliaria (no se contemplan los fondos de inversión en activos del mercado monetario), y demás títulos que reglamentariamente se determinen. En principio, todas las inversiones de cartera son libres.

Respecto a la *inversión extranjera en inmuebles* (los de naturaleza empresarial se consideran inversiones directas), se ha suprimido la mención a la aportación dineraria exterior. Dejando aparte las motivaciones relacionadas con la defensa o con zonas de interés turístico nacional, estas inversiones son libres, si bien están sujetas al trámite de verificación administrativa todas las que realicen personas jurídicas extranjeras y las que realicen personas físicas extranjeras mediante la adquisición de: *a)* inmuebles de naturaleza rústica, *b)* solares urbanos, *c)* locales comerciales, y *d)* más de tres viviendas en un mismo inmueble o más de tres unidades de una misma división horizontal (2).

Cualquier otra forma de inversión extranjera diferente de las tres comentadas exige autorización administrativa previa. Necesitan autorización especial las inversiones que pretenden realizar los gobiernos y entidades oficiales de soberanía extranjera.

Todo tipo de inversiones extranjeras habrá de formalizarse en documento autorizado por fedatario público español. Además, están obligados a declarar las inversiones extranjeras y su liquidación, para su inscripción en el Registro de Inversiones Extranjeras de la Dirección General de Transacciones Exteriores: *a)* los titulares de la inversión extranjera, *b)* los fedatarios intervinientes, y *c)* las entidades bancarias a través de las que se efectúen los cobros y pagos exteriores derivados de la inversión extranjera.

Mención especial merece la drástica disminución de los anteriores sectores especiales sometidos a regulación específica en esta materia, que han pasado de catorce a sólo dos (transporte aéreo y radio), a los

que se han añadido televisión, juego y actividades directamente relacionadas con la defensa nacional. Por tanto, las empresas bancarias y las de seguros ya no se consideran sectores especiales.

La aprobación de inversiones extranjeras en estos sectores especiales corresponde al Consejo de Ministros. Sus restantes competencias, así como las del Ministerio de Economía y Hacienda, Dirección General de Transacciones Exteriores y Junta de Inversiones Exteriores, deben ser concretadas reglamentariamente.

Los titulares de inversiones extranjeras inscritas en el registro oficial y realizadas con capital exterior en las formas previstas por el real decreto legislativo gozarán del derecho a transferir al exterior, sin limitación cuantitativa alguna: *a)* los capitales invertidos y las plusvalías obtenidas en su enajenación, *b)* los beneficios y dividendos legalmente repartidos, incluido el producto de la venta de derechos de suscripción de títulos valores. La regulación de la aportación o utilización de capitales interiores queda encomendada al futuro reglamento.

Pese a sus evidentes mejoras técnicas y a los criterios liberalizadores que la impregnan, no es posible realizar una evaluación global del alcance concreto de la nueva normativa, dado su carácter de marco general. A lo largo de todo el RDL 1265/1986, son constantes las alusiones al futuro desarrollo reglamentario, al que quedan encomendados aspectos tan importantes en la práctica como toda la tramitación administrativa de las inversiones extranjeras (incluida la fijación del contenido del procedimiento de verificación administrativa y la regulación del Registro de Inversiones Extranjeras) y la mayoría de los aspectos cuantitativos.

3-VII-1986.

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1984», en *Boletín Económico* del Banco de España, marzo de 1984, pág. 28.

(2) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1985, pág. 54.

Información del Banco de España

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

Vigentes a 30 de junio 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		
SIETE GRANDES										
BILBAO	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	20,00	20,00
CENTRAL	9,50	11,25	13,25	14,00	14,50	13,50	14,50	15,00	20,00	20,00
ESPAÑOL DE CREDITO	9,50	11,25	13,25	14,00	15,00	13,00	14,50	15,00	19,00	(2,50)
HISPANO AMERICANO	9,50	11,50	13,25	13,75	14,75	13,25	14,75	15,00	22,00	22,00
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	9,25	11,25	13,25	13,00	13,00	13,25	14,75	15,00	27,00	27,00
<i>Media simple</i>	9,50	11,36	13,29	13,93	14,89	13,39	14,64	15,21	22,79	22,70
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS										
ABEL MATUTES TORRES	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	14,50	15,00	17,50	18,00	(2,50)
ALBACETE	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	19,00	(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	19,00	(2,50)
ANDALUCIA	9,50	11,00	13,00	14,00	15,00	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	23,00	23,00
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	20,00	(3,00)
BARCELONA	9,25	11,25	13,25	13,00	14,50	13,25	14,75	15,00	29,00	29,00
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	9,25	11,25	13,25	13,00	14,50	13,25	14,75	15,00	29,00	29,00
CITIBANK ESPAÑA	—	—	14,00	15,00	16,50	14,00	15,25	15,75	23,00	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	9,75	11,75	13,75	15,00	17,50	14,00	15,00	16,00	27,00	(4,50)
COMERCIAL TRANSATLANTICO	9,25	11,25	13,00	13,50	—	13,50	14,50	15,50	22,00	22,00
COMERCIO	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	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	13,25	14,00	15,25	13,50	14,50	15,50	22,00	22,00
CREDITO Y AHORRO	9,25	11,25	13,25	13,00	13,00	13,25	14,75	15,00	27,00	27,00
CREDITO BALEAR	10,00	11,50	13,50	15,00	16,00	13,50	15,50	16,50	24,50	24,50
CREDITO COMERCIAL	9,50	11,50	13,50	13,50	15,00	13,75	15,00	15,00	27,00	27,00
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	10,00	12,00	14,00	16,00	17,00	13,00	13,00	15,00	22,00	22,00
EUROPA	9,75	11,75	13,50	14,75	15,75	14,00	15,00	16,00	22,00	22,00
EXPORTACION	10,00	12,00	14,00	15,00	16,00	14,50	16,00	17,00	22,00	22,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	9,50	11,50	13,25	14,00	15,25	13,50	14,50	15,75	22,00	(2,50)
EXTREMADURA	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	20,00	20,00
GALICIA	9,50	11,00	13,00	14,00	15,00	13,50	14,50	15,50	24,50	24,50
GARRIGA NOGUES	10,00	12,00	13,50	14,00	17,00	13,50	15,00	16,00	19,00	(2,50)
GENERAL	9,50	11,25	13,25	14,00	15,00	13,00	14,50	15,00	19,00	(2,50)
GUIPUZCOANO	9,50	11,50	13,00	14,25	15,25	13,50	14,50	15,50	18,00	20,00
HERRERO	9,25	11,00	12,50	13,75	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	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	20,00	20,00
INTERNACIONAL DEL 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	12,25	14,00	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 30 de junio de 1986

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		
JOVER	10,25	12,25	14,25	15,50	17,50	14,50	15,50	16,00	27,00	(4,00)
LATINO	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	20,00	20,00
MADRID	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	19,00	(2,50)
MARCH	10,00	12,00	14,00	14,75	15,75	14,00	15,00	16,00	25,00	25,00
MAS SARDA	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	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	9,52	11,25	13,25	13,00	15,50	13,25	14,75	15,00	27,00	27,00
MURCIA	9,75	11,75	13,75	15,00	17,50	14,00	15,00	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	9,50	11,75	13,50	14,50	15,50	13,50	15,00	15,50	25,00	(4,00)
OESTE	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	20,00	20,00
PASTOR	9,50	11,50	13,50	15,00	16,00	13,00	14,75	15,50	25,00	(4,00)
PENINSULAR	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	19,00	(2,50)
PERFECTO CASTRO	10,00	10,50	11,00	12,00	13,00	11,50	12,50	13,50	23,00	23,00
PRESTAMO Y AHORRO	9,50	11,50	13,50	13,50	15,50	13,50	15,00	15,50	27,00	27,00
PUEYO	10,00	11,00	13,00	15,00	16,00	12,50	12,50	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	—	—	—	—	—	12,50	13,00	14,00	18,00	18,00
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 DE BARNA	10,00	11,75	13,50	15,00	15,50	14,00	15,75	16,00	25,00	(4,00)
TOLEDO	9,50	11,50	13,50	14,50	15,00	15,25	15,25	15,75	27,00	27,00
TRELLES	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	19,00	(2,50)
VALENCIA	9,50	11,25	13,25	14,00	14,50	13,50	14,50	15,00	20,00	20,00
VASCONIA	9,50	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	27,00	27,00
<i>Media simple</i>	9,73	11,58	13,44	14,33	15,57	13,53	14,66	15,46	22,57	23,17
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS										
CATALAN DE DESARROLLO	9,75	11,75	13,25	14,00	16,50	13,00	14,50	15,50	19,50	(2,50)
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	9,50	11,50	13,00	13,75	16,25	12,75	14,25	15,25	18,00	(2,50)
EXPANSION INDUSTRIAL	9,75	11,50	13,50	14,00	15,00	12,00	12,00	15,00	23,00	23,00
FINANCIACION INDUSTRIAL	9,50	11,50	13,50	13,50	14,50	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	15,00	15,25	20,00	20,00
GRANADA	10,00	11,25	13,50	14,50	15,50	13,50	15,00	15,50	20,00	20,00
HISPANO INDUSTRIAL	—	—	13,00	—	—	13,50	15,00	—	20,00	(3,00)
INDUSTRIAL DE BILBAO	9,50	11,50	13,25	14,00	14,75	13,25	14,75	15,25	20,00	20,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	9,25	11,25	13,25	13,00	14,50	13,25	14,75	15,00	29,00	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	—	—	9,00	14,00	14,75	13,00	14,50	14,75	22,00	22,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	9,25	11,25	13,25	13,00	14,50	13,25	14,75	15,00	29,00	29,00
INDUSTRIAL DEL SUR	9,50	11,25	13,25	13,00	13,00	13,25	14,50	14,50	27,00	27,00
INDUSTRIAL DEL TAJO	9,25	11,00	12,75	14,25	15,25	13,25	14,25	15,00	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	9,25	11,25	13,25	13,00	13,00	13,25	14,25	14,50	27,00	27,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	9,50	11,50	13,00	14,50	15,00	13,75	15,00	15,50	25,00	(2,00)
POPULAR INDUSTRIAL	8,00	10,50	12,00	13,00	12,50	11,75	14,50	14,00	23,00	23,00
PROGRESO	10,50	12,00	13,50	14,50	13,75	10,00	14,75	16,50	25,00	25,00
PROMOCION DE NEGOCIOS	9,50	11,50	13,25	13,75	14,50	13,25	14,50	15,00	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>	9,60	11,45	13,10	13,99	14,85	13,16	14,65	15,31	22,98	23,80

(Continuación) 3

Vigentes a 30 de junio de 1986

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		
BANCOS EXTRANJEROS										
ALGEMENE BANK	-	-	-	-	-	-	-	-	20,00	20,00
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	18,00	18,00
BANKERS TRUST	-	-	-	-	-	12,00	13,00	15,00	25,00	(4,00)
BARCLAYS BANK INTERNAT.	-	-	13,75	14,25	15,25	13,25	13,75	15,50	20,00	20,00
BRASIL	-	-	-	-	-	-	-	-	21,00	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT	-	-	12,50	14,00	-	12,00	12,00	13,25	19,00	19,00
CITIBANK	-	-	14,00	15,00	16,50	14,00	15,25	15,75	23,00	(4,00)
COMERCIAL ITALIANA	13,50	13,50	14,50	-	-	15,00	15,75	-	25,00	(2,00)
COMMERZBANK	9,25	10,50	12,25	13,00	14,00	12,38	12,50	14,00	16,75	16,75
CONTINENTAL ILLINOIS	9,75	11,50	12,50	14,50	-	12,50	12,00	13,00	16,75	16,75
CREDIT COMMERCIAL	-	-	10,00	12,25	-	12,50	13,00	-	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	-	-	13,25	15,00	-	13,00	13,00	-	22,00	(3,00)
CHEMICAL BANK	-	-	9,91	11,89	-	11,00	13,50	-	14,00	(3,00)
DEUTSCHE BANK	-	-	10,00	13,50	15,00	12,00	12,00	15,00	17,00	17,00
DRESDNER BANK	13,30	-	13,00	12,30	-	13,40	14,00	-	20,00	20,00
ESTADO DE SAO PAULO	-	-	9,50	10,50	-	10,00	11,00	13,00	20,50	20,50
EXTERIOR DE LOS ANDES	10,50	12,00	13,50	15,00	16,50	14,00	15,00	16,75	22,00	(2,50)
FIRST INTERSTATE	-	-	13,50	13,75	-	12,88	13,00	15,00	19,50	19,50
FIRST N. BANK OF CHICAGO	-	-	-	12,38	11,75	-	12,38	11,75	19,00	(4,00)
HONG-KONG	-	-	-	-	-	12,25	13,75	15,25	20,00	20,00
INDOSUEZ	-	-	-	-	-	-	-	-	20,00	20,00
LONDRES Y AMERICA DEL SUR	9,75	11,25	12,50	14,50	-	13,25	15,00	16,25	20,00	(2,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	12,50	-	13,50	15,00	15,50	13,50	15,00	15,50	25,00	25,00
MIDLAND BANK	-	-	-	-	-	13,00	-	-	16,00	(3,00)
MORGAN GUARANTY	-	-	12,50	11,50	10,50	12,50	12,00	13,00	16,00	16,00
NACION ARGENTINA	10,00	11,00	12,00	13,50	14,50	12,00	13,00	14,00	22,00	(4,00)
NAT. WESTMINSTER BANK	-	-	13,50	14,50	-	-	-	-	19,00	(4,00)
NATIONALE DE PARIS	9,75	11,75	13,75	14,75	15,25	14,00	15,00	15,50	20,00	(3,00)
NAZIONALE DEL LAVORO	9,50	11,50	12,50	13,75	-	13,50	14,00	-	18,00	18,00
PARIBAS	-	-	11,50	13,00	-	12,50	13,00	15,00	27,00	(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	14,00	16,00	22,00	(3,00)
SAUDI ESPAÑOL	-	-	13,00	14,00	15,50	12,75	13,50	15,50	20,00	(2,50)
SOCIETE GENERALE	9,00	11,00	12,25	13,00	14,00	13,00	14,00	15,00	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>	10,52	11,45	12,33	13,53	14,55	12,94	13,70	14,81	20,04	19,03
TOTAL BANCA PRIVADA										
<i>Media simple</i>	9,80	11,53	13,11	14,06	15,23	13,31	14,41	15,29	21,93	22,38

(Continuación) 4

Vigentes a 30 de junio de 1986

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	9,50	10,00	11,00	13,50	15,00	12,50	13,50	14,00	20,00	(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	-	-	8,00	12,00	14,00	11,00	12,50	14,00	21,00	(4,00)
ANTEQUERA	10,00	11,00	12,00	14,00	16,00	11,00	12,00	13,00	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)
BADAJÓZ	9,00	9,50	10,00	13,00	14,50	11,50	13,00	14,50	20,00	(4,00)
BALEARES	-	-	9,00	14,25	14,75	11,50	11,50	11,50	22,00	(4,00)
BARCELONA MONTE	9,50	11,50	12,50	13,50	14,00	13,50	14,00	15,92 ^{c)}	22,00	22,00
BARCELONA PENSIONES	9,00	9,50	10,50	11,00	13,00	11,50	13,00	14,50	18,00	(2,00)
BILBAO MUNICIPAL	-	-	9,00	12,50	13,00	11,50	13,00	14,00	18,00	(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	12,00	18,00	18,00
BURGOS MUNICIPAL	9,50	11,00	12,50	13,75	16,50	11,00	11,00	12,00	18,00	18,00
CACERES	-	-	9,50	14,00	15,00	12,00	12,00	15,00	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	11,00	13,00	14,00	15,00	9,50	13,00	15,00	18,00	(3,00)
CATALUÑA	9,50	10,50	11,00	13,00	14,50	11,00	13,00	14,50	19,50	19,50
CEUTA	-	-	9,50	10,00	16,00	13,50	14,00	15,50	19,00	(4,00)
CORDOBA MONTE	-	-	10,00	10,50	12,50	10,00	10,50	12,50	19,00	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	-	-	8,25	14,00	-	12,50	14,00	15,00	22,00	22,00
CUENCA	-	-	9,00	12,00	14,00	11,50	12,50	14,50	21,00	21,00
GALICIA	9,50	11,00	13,00	15,00	15,00	12,50 ^{d)}	13,25 ^{d)}	14,25 ^{d)}	20,00	(4,00)
GENERAL CANARIA	9,25	11,25	12,75	14,25	15,00	-	13,50	13,50	16,25	(4,00)
GERONA	9,50	11,25	12,75	14,00	15,00	12,50	13,00	14,50	20,00	20,00
GRANADA MONTE	-	-	9,00	13,50	15,50	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	12,75	13,00	18,00	(2,00)
HUELVA	-	-	9,00	14,50	15,00	13,50	14,00	15,50	20,00	(2,00)
INSULAR CANARIA	9,50	11,25	13,50	14,00	15,00	11,00	11,00	14,00	22,00	(2,00)
JAEN	9,00	10,00	11,00	13,00	15,00	12,00	14,00	16,00	19,00	(3,00)
JEREZ	-	-	10,00	13,50	14,50	12,00	12,50	13,50	20,00	(2,00)
LAYETANA	-	-	9,00	12,50	13,00	15,00	15,00	14,00	20,00	20,00
LEON	9,00	10,00	11,00	13,00	14,00	13,00	13,50	14,00	20,00	(5,00)
MADRID	-	-	9,50	13,50	14,00	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	-	-	9,00	13,25	13,50	12,00	13,00	14,00	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	11,00	13,00	14,00	15,00	12,50	13,50	14,50	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
POLLENSA	-	-	-	-	-	13,50	14,00	14,50	22,00	22,00
PONTEVEDRA	-	-	9,50	14,25	14,50	14,00	14,25	14,50	22,00	22,00

(Continuación) 5

Vigentes a 30 de junio de 1986

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		
RIOJA	9,00	10,00	11,00	15,50	15,00	12,00	15,50	14,00	22,00	22,00
RONDA	10,00	11,00	12,00	14,00	16,50	10,50	11,50	15,50	15,00	18,00
SABADELL	9,00	11,00	12,00	13,25	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	8,00	8,50	9,00	11,00	12,00	11,00	12,50	13,50	17,00	(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	9,50	10,00	12,50	15,00	15,00	12,50	12,00	13,50	22,00	(1,25) ^e
TARRASA	9,50	11,50	13,50	15,00	16,00	13,00	13,50	15,00	21,00	21,00
TOLEDO	8,50	10,00	10,50	14,00	—	12,00	13,00	14,00	21,00	(3,00)
TORRENTE	—	—	9,00	13,00	14,00	12,00	13,00	15,00	19,50	(1,50)
VALENCIA	8,50	8,50	10,64	15,60	—	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	—	—	9,00	12,00	13,00	11,50	11,00	16,00	19,00	(3,50)
VALLADOLID PROVINCIAL	—	—	9,00	13,00	15,00	10,00	11,00	14,00	19,50	(5,00)
VIGO	—	—	8,50	12,50	14,00	11,50	13,00	14,00	22,00	22,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	9,50	11,00	12,00	13,50	14,50	12,00	12,00	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	—	—	9,00	13,50	15,00	11,00	13,00	14,00	19,00	(5,00)
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	9,00	11,00	13,00	14,50	15,00	12,00	12,50	14,50	22,00	(4,00)
ZARAGOZA INMACULADA	8,00	10,00	11,00	13,00	15,00	10,50	12,00	14,50	20,00	(6,00)
CAJA POSTAL	—	—	—	—	—	—	13,00	13,50	20,00	(2,00)
<i>Media simple</i>	9,13	10,56	10,66	13,32	14,43	12,02	12,79	14,00	19,91	20,47

(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»
12/86, de 17 de junio	Entidades delegadas. Convenios de tipos de interés futuros.	8 de julio de 1986

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 2 de junio de 1986 (Ref. Int. CV 10/86)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda desgravable del Estado al 10 %.
Carta/circular de 4 de junio de 1986 (Ref. Int. CV 11/86)	Entidades delegadas. Aclaración al apartado 2 de la instrucción segunda de la circular 10/1986, de 14 de mayo, de cuentas extranjeras en pesetas convertibles.
Instrucción de 16 de junio de 1986 (Ref. Int. CV 12/86)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado, interior y amortizable, formalizada en obligaciones del Estado a tipo de interés fijo y obligaciones del Estado a tipo de interés ajustable.

MODIFICACIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
32/81, de 20 de octubre	Texto refundido de fecha 27 de mayo de 1986.
28/84, de 31 de julio	Actualización de anexos (31 de mayo de 1986).

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.

JOSE VIÑALS

FISCAL POLICY AND THE EXTERNAL CONSTRAINT.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8607

En este trabajo se analiza la conexión entre déficit público y déficit de la balanza corriente, desde un punto de vista teórico y empírico. La principal conclusión obtenida es que la conexión entre ambos no es automática, produciéndose tan sólo cuando el déficit público tiene un carácter *transitorio* y es financiado mediante la emisión de *deuda*. Esta conclusión viene sustentada empíricamente por la experiencia de un grupo de países europeos (Alemania, Francia, Reino Unido y España) y de los Estados Unidos, todos los cuales han sufrido cambios fiscales y presupuestarios de envergadura en el pasado reciente. La implicación más relevante para la política económica es la posibilidad de gestionar la política fiscal de forma que se logren los objetivos internos deseados, sin perjudicar la posición exterior de la economía.

JOSE VIÑALS y JOHN CUDDINGTON

FISCAL POLICY AND THE CURRENT ACCOUNT: WHAT DO CAPITAL CONTROLS DO?.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8608

La formulación de objetivos de política fiscal y financiera para la corrección del desequilibrio exterior de la economía está tomando una importancia creciente, no sólo en los países fuertemente endeudados, sino también en los países industrializados de Europa Occidental y en los Estados Unidos. Este trabajo analiza en qué medida la existencia de controles sobre los movimientos internacionales de capitales afecta el grado en que: (1) la reducción del déficit público, (2) el desplazamiento del gasto público desde bienes importados hacia bienes nacionales, y (3) la sustitución de la financiación externa por la financiación interna del déficit público, mejoran la balanza de pagos por cuenta corriente.

Las conclusiones obtenidas sugieren que, en países con *restricciones* sobre los movimientos internacionales de capitales privados, la mejora de la balanza corriente se logra básicamente mediante reducciones del grado de *financiación* pública en el *exterior*, y no mediante variaciones en la composición del gasto público. Por otra parte, en los países que gozan de *libertad* de movimiento internacional de capitales privados, la mejora se logra a través de *reducciones del gasto público* en bienes *importados*, y no a través de reducciones de la financiación exterior del presupuesto. Si no se siguen estas reglas, no existe garantía alguna de que una mejora del déficit público origine una mejora de la balanza corriente de la economía.

SERVICIOS JURIDICOS DEL BANCO DE ESPAÑA

LEGISLACION DE ENTIDADES DE DEPOSITO Y OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS: NORMATIVA GENERAL

Las recopilaciones del derecho financiero y más concretamente del regulador de las entidades de depósito, han tenido siempre la más amplia difusión y utilización, dadas las enormes dificultades que esta esfera del derecho positivo presenta para la identificación de normas y su manejo.

La provisionalidad y contingencia del derecho alcanza aquí una de sus más altas cotas. El sistema financiero y su parcela, el sistema bancario —en su acepción amplia—, es permanentemente moldeado por exigencias obvias de la ordenación de la economía.

Los Servicios Jurídicos del Banco de España, han aportado una nueva recopilación del derecho positivo afectante a las entidades de depósito. En ella se ha pretendido incorporar la experiencia acumulada en su trabajo diario, partiendo de aquellas recopilaciones que en años anteriores salieron del esfuerzo de sus Letrados.

La recopilación *Legislación de Entidades de Depósito y otros Intermediarios Financieros* se configura en la obra siguiendo un criterio de selección de la normativa vigente estrictamente cronológico. Las disposiciones, para una búsqueda más eficaz, se agrupan anualmente desde la más lejana todavía vigente, hasta la más recientemente promulgada en el BOE al tiempo de la edición de esta obra. Cada norma lleva un número correlativo marginal, que la identifica y permite su rápida localización a través de los índices –cronológico y alfabético– de que va provista la publicación. Los inconvenientes de una recopilación estrictamente cronológica se resuelven con numerosas referencias a pie de página de cada una de las disposiciones que la integran y, sobre todo, a través de un amplio índice alfabético de voces, que permite localizar en breve espacio de tiempo la norma requerida, así como todas aquellas que configuran las disposiciones normativas en cualquier campo concreto de este derecho. Búsqueda que también se facilita con la anotación al pie de cada una de las normas que se recogen con una a modo de “clave alfabética”, que es la que en el índice alfabético agrupa a todas las que, de alguna manera, vienen a constituir el repertorio que regula las cuestiones a que esa clave hace referencia general.

Es de significar que el equipo que ha preparado esta edición es el mismo que está culminando la informatización de este derecho positivo. Son dos labores complementarias, que aseguran el más completo análisis de las normas, su identificación como derecho vigente y su encaje en el sistema. Hay que adelantar nuestra idea de que está todavía lejano en el tiempo el que la informática pueda sustituir a este tipo de publicaciones. Es otra dimensión. Aquélla no puede llegar hoy a tantos usuarios, tan dispares y distantes, como un libro.

Por último, cabe señalar que esta obra quedaría incompleta sin la aportación de la normativa dictada por las distintas Comunidades Autónomas, en la materia; por ello, esta recopilación irá seguida, en breve plazo de tiempo, de otra que recoja dichas disposiciones autonómicas.

