

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

noviembre 1986

## Signos utilizados

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

## Advertencias

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

# Indice

## Página

- 4 Intervención del Gobernador del Banco de España en la Cámara Oficial de Comercio, Industria y Navegación de Valencia, el día 23 de octubre de 1986
- 10 La economía española en 1986
- 47 El presupuesto de 1987
- 35 Información del Banco de España
- 36 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en octubre de 1986
- 58 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
- 59 Indicadores económicos

# Intervención del Gobernador del Banco de España en la Cámara Oficial de Comercio, Industria y Navegación de Valencia, el día 23 de octubre de 1986

Un panorama general de la situación actual y de las perspectivas de la financiación de las empresas en España, que es el tema que hoy me propongo abordar, debe remontarse a un punto de partida anterior a la crisis económica de los años setenta.

Muchos de los problemas que se presentaron y hubieron de ser afrontados en los últimos años –con el alto coste que todos conocemos– fueron, en buena medida, generados en aquel período de mayor bonanza económica. En efecto, en los primeros años setenta, las empresas españolas presentaban una tasa de endeudamiento más elevada que la media de los otros países de nuestro entorno cercano. Una investigación del Servicio de Estudios del Banco de España revela que, en 1973, los recursos ajenos de un conjunto de grandes empresas representativas se elevaban al 56 % de la cifra de balance, frente a porcentajes en el intervalo del 25-40 % para grupos similares en otros países de la OCDE.

Esta situación obedecía a una lógica natural: la estructura empresarial española era muy reciente y se había expandido con rapidez sobre un stock de capital reducido, al amparo de una política general de dinero abundante y barato. En consecuencia, las empresas españolas eran altamente dependientes de un sistema financiero que se caracterizaba por su rigidez, su segmentación y su escasa transparencia.

Con una estructura financiera todavía débil, las empresas tuvieron que atravesar un período de bruscas elevaciones del precio de la energía, de aumento acelerado de los salarios reales y de cambio en los esquemas internacionales de ventajas comparativas en el que se deterioraron rápidamente sus resultados de explotación, aun antes de descontar los gastos financieros.

Durante los primeros años de la crisis, la evolución de la economía española reflejó una reacción general –de los empresarios, de los trabajadores y de las autoridades– de «huida hacia adelante». La renuncia a aplicar los drásticos ajustes que otros países instrumentaron se saldó con un rápido agravamiento de los desequilibrios de la economía española (espectaculares alzas en los precios y déficit exterior creciente), a los que pronto habría de sumarse el déficit público en rápida expansión.

Dicha actitud era insostenible, salvo durante un período muy corto de tiempo, y los inevitables ajustes –cuando comenzaron a aplicarse– se tradujeron, inmediatamente, en una elevación de los tipos de interés y en una reducción del crédito disponible para el sector privado.



En estas condiciones, las consecuencias de la crisis fueron doblemente graves para la estructura financiera de las empresas. El empeoramiento de los resultados —que redujo la capacidad de las empresas de generar fondos para su autofinanciación— y la caída de los recursos financieros proporcionados por el mercado primario de acciones, produjeron una dependencia mayor aún del crédito bancario que, multiplicada por la elevación progresiva del coste de éste, agravó el impacto de la crisis sobre los beneficios e introdujo a las empresas en una espiral de deterioro progresivo de su estructura financiera y de rápido aumento de los gastos de financiación. En 1982, según el estudio antes referido, la proporción que los recursos ajenos representaban sobre el total del balance era del 61 %, a pesar de las regularizaciones del inmovilizado que incrementarían los recursos propios; los gastos financieros consumían un 59 % del excedente bruto de las empresas —frente a un 18 % en 1973—, y la autofinanciación proporcionaba menos del 14 % de los recursos utilizados por las empresas (24 % en 1973).

Esta era una situación de difícil salida, puesto que, a partir de un determinado momento, la mayor parte del endeudamiento contraído se destinaba, no a financiar proyectos de inversión que generaran ingresos futuros, sino a sufragar los gastos corrientes de funcionamiento de las empresas. Únicamente aquellas unidades de producción que afrontaron procesos drásticos de ajuste fueron capaces de sobrevivir a este deterioro, en muchos casos sólo a costa de la congelación de sus planes de expansión y de la reducción del empleo.

La primera actitud respondía a un replanteamiento de sus líneas de actividad ante las perspectivas de una etapa prolongada de bajo crecimiento —que era la condición necesaria para la reducción de la inflación y para el reajuste de la balanza de pagos— y a la luz de los cambios operados en el entorno internacional en que se desarrollaba nuestra economía, que mostraba una notable merma de las condiciones de competitividad españolas en un conjunto amplio de industrias tradicionales como la siderometalurgia, la construcción naval o la textil. La segunda fue una respuesta inevitable ante el encarecimiento relativo del trabajo en relación a los restantes factores de producción.

A partir de 1982-83, la coyuntura comenzó a experimentar una recuperación, primero evidente para las empresas exportadoras y, luego, para otros segmentos del sector empresarial; la corrección progresiva de los desequilibrios internos y, en especial, el descenso de la inflación —que permitió una caída de los tipos nominales de interés—, así como la mejora de los resultados de las empresas posibilitaron que muchas de éstas aboradaran un proceso de reajuste de su pasivo capaz de

contener el crecimiento de los gastos financieros. Durante algunos años, el mejor destino de los recursos generados en las sociedades ha sido la cancelación de pasivos contraídos a alto coste. Junto a ello, las empresas han procurado la diversificación de fuentes de financiación, buscando aquellas que les proporcionarían fondos a un coste menor.

En los dos o tres últimos años, la situación financiera de las empresas españolas ha comenzado a manifestar los efectos favorables del duro reajuste seguido en los años anteriores. Los resultados de la Central de Balances del Banco de España, para 1985, confirman las alentadoras impresiones que surgieron de los datos de 1983 y 1984.

En efecto, los beneficios empresariales han manifestado una nueva recuperación; desde 1982 hasta 1985, el beneficio neto de las empresas privadas, cuyos datos habían sido procesados por la Central de Balances, se ha multiplicado por 3,5. Aunque la magnitud verdadera de esta cifra debe ser matizada, teniendo en cuenta la exigüidad de los datos de partida y el hecho de que las tasas de rentabilidad alcanzadas distan de ser satisfactorias, esta mejora es, a la vez, causa y efecto del aumento de la capacidad de autofinanciación de las empresas. Los recursos destinados a la autofinanciación por este conjunto de unidades de producción han pasado del 11 % de las rentas generadas en 1982 al 19 %, en 1985, tras experimentar un aumento medio anual superior al 35 % en los tres últimos años.

A este factor hay que sumar la caída de los tipos nominales de interés en, al menos, dos puntos porcentuales a lo largo de 1984 y 1985 y, también, el proceso de reestructuración del pasivo seguido por las empresas. En efecto, el incremento de los recursos ajenos de las empresas incluidas en los datos de la Central de Balances fue, en 1985, del 6,5 % —por debajo de la tasa de inflación— y se materializó, en un 90 %, en la emisión de obligaciones y pagarés de empresa, en detrimento del crédito bancario, que experimentó un crecimiento inferior al 1 %.

También se produjo una apreciable disminución de los saldos deudores en moneda extranjera. Aunque de los datos proporcionados por la Central de Balances no se deduce la cuantía exacta de ésta, los datos del Registro de Caja del Banco de España señalan una cifra superior a los 450 m.m., de los cuales más de 300 m.m. correspondieron a amortizaciones anticipadas. Todo ello determinó que, por primera vez desde que se recogen estos datos en la Central de Balances, los gastos financieros registraran una disminución, en términos absolutos, de un 5,7 %, con los consiguientes efectos favorables sobre los beneficios.

No obstante, no debe extremarse el optimismo en este campo, ya que las empresas españolas ofrecen hoy, todavía, una escasa remuneración a los recursos invertidos: la rentabilidad financiera de los recursos propios sólo fue del 4,5 % en 1985, según los datos de la Central de Balances. Ello se traduce en un nivel reducido de autofinanciación y en una excesiva dependencia de los recursos ajenos. A pesar de los avances reseñados, la estructura financiera de las empresas dista mucho de haber alcanzado cotas suficientes de autonomía, tras casi una década de deterioro patrimonial.

\* \* \*

Configurada, así, la situación financiera actual de la empresa española, la pregunta que surge inmediatamente, y que me esforzaré en responder a continuación, es: ¿Cuáles son las perspectivas para la financiación de las empresas de acuerdo con el entorno económico general previsible?

Con respecto a esta cuestión, resulta conveniente referirse, en primer lugar, a la evolución seguida, en los años recientes, por los principales condicionantes del precio y cantidad de los recursos de capital disponibles para el sector privado, así como por el sistema financiero.

En los últimos años, se han registrado avances considerables en la corrección de los desequilibrios que manifestaba la economía española y que han afectado directamente a las empresas. En este sentido, reseñaré brevemente: la contención en el ritmo de aumento de los salarios y de las cotizaciones a la Seguridad Social que, junto con el incremento del precio de las materias primas, determinó el hundimiento del excedente empresarial en los últimos años 70; la reducción de las tasas de inflación, lo que supone el establecimiento de un sustrato más estable para la determinación de los ingresos y los costes, y, por consiguiente, de las decisiones de inversión y gasto de las empresas; la flexibilización del sistema bancario, que ha sido dotado de grados crecientes de competencia, lo que ha llevado a ofertas de financiación para las empresas más ajustada a las demandas y a las necesidades específicas de éstas; y, por último, el reforzamiento de los mercados de valores que, progresivamente, van aumentando su capacidad para atender a su función de nexo entre los demandantes de fondos a largo plazo y los ahorradores.

A pesar de estos avances, siguen existiendo serios condicionantes que afectan a la oferta global y al precio

de los recursos de capital disponibles, y que una valoración mínimamente realista no debe dejar de señalar. Entre ellos, deben destacarse los siguientes:

En primer lugar, la reducida tasa de ahorro de las familias. El ahorro bruto de las economías domésticas en España ha descendido desde el 9 % del PIB, en 1974, hasta situarse en torno al 5 %, en 1984, y al 6 %, en 1985, frente a un 8 % en Alemania, 11 % en Francia, etc. Aun descontadas las diferencias metodológicas y de contabilización de los flujos entre los distintos países, la disparidad de las cifras es suficientemente expresiva.

En segundo lugar, la existencia del déficit público que detrae una parte considerable de los recursos excedentes de los restantes sectores y, en especial, de las familias y de las empresas. En efecto, a finales de los años setenta, surgió en nuestro país el fenómeno del déficit público, que mostró un crecimiento muy rápido hasta situarse en niveles del 6,2 % en relación al PIB, en 1985. Pese a los esfuerzos realizados en este año, que situarán el déficit en la proximidad del 4,5 % - 5 % del PIB como consecuencia del crecimiento de la fiscalidad indirecta procedente del IVA y de los ingresos por ventas de carburantes, es difícil prever un descenso rápido desde este nivel del 4,5 % en los próximos años. Dado el sustrato de desventaja relativa de la economía española -por la baja rentabilidad del aparato productivo y la propensión al consumo, que determinan la débil cuota del ahorro, a que antes me he referido-, la persistencia del desequilibrio en la liquidación de los gastos y de los ingresos públicos ha de conducir inevitablemente a un horizonte de tensiones en la apropiación de los fondos reales disponibles para la inversión y, por lo tanto, a un nivel relativamente elevado de los tipos reales de interés.

En tercer lugar, la evolución de la inflación. A lo largo de 1986, los diferenciales de inflación con respecto a los países de la Comunidad Económica Europea se han ensanchado apreciablemente, pasando de un nivel del 3,6 % en diciembre de 1985 al 7 % en julio de 1986, medidos por los precios al consumo. En buena medida, ello se ha debido a factores extraordinarios, como la implantación del IVA y la decisión del Gobierno de trasladar parcialmente a los mercados internos el descenso de los precios de la energía. Sin embargo, en el futuro próximo, la disminución de dichos diferenciales se plantea como un objetivo prioritario, esencial para la finalización del proceso de ajuste de la economía española y que, por lo tanto, pesará grandemente en la determinación de la expansión monetaria permisible.

Y, por último, la integración de España en la CEE. Ello representa el acceso a un área de mayor competencia y en la que la mayor parte de los restantes países se

encuentran mucho más avanzados en los procesos de ajuste subsiguientes a la crisis. Por consiguiente, nuestro país está obligado a extremar la cautela en lo que se refiere a la evolución de los precios y al mantenimiento de los diferenciales de tipos de interés.

Las consecuencias de todos estos factores se reflejan en la situación actual de los mercados financieros y, previsiblemente, en la evolución que éstos han de seguir en el futuro próximo. A lo largo del presente año, se ha registrado un ligero descenso de los tipos nominales de interés, más sustancial en los tipos a largo plazo —que han descendido 1,30 puntos porcentuales en los mercados de deuda pública y 1,50 puntos en las obligaciones privadas— que en los tipos negociados en los mercados monetarios, donde, durante el primer semestre del año, ha sido preciso actuar con mayor cautela para frenar el crecimiento desmesurado de las magnitudes monetarias. Estas actuaciones representan la continuación de la política seguida en los últimos años de acompasar la caída de los tipos nominales de interés con los logros obtenidos en el control de la inflación y en el equilibrio de las cuentas exteriores de la economía española.

Asimismo, la contención del déficit público, en los meses transcurridos de 1986, ha permitido una expansión del crédito interno al sector privado que, a fines de septiembre, se estimaba en torno al 10 % en tasa anual, frente a un incremento algo superior al 7 % en 1984.

La política futura debe guiarse por los mismos patrones de cautela y avance gradual que muestra la evolución de los mercados financieros en el año 1986. Cabe esperar, fundadamente, que los tipos nominales de interés sigan un curso descendente, a un ritmo compatible con el mantenimiento de los objetivos de expansión monetaria. Ello significa que este descenso estará en relación muy directa con la evolución de los precios y del déficit público.

Por ello, es estrictamente necesario avanzar en la línea, hasta ahora seguida por las empresas, de incremento de la autofinanciación y de diversificación de sus canales de financiación ajena.

\* \* \*

El esfuerzo requerido a las empresas debe, desde luego, complementarse con la actuación de los poderes públicos, destinada a impulsar el aumento de la cantidad y la disminución del precio de los fondos disponibles para financiar los proyectos de inversión, dentro de los límites antes señalados. En concreto, esta

labor ha de procurar una mejora del funcionamiento de los mercados financieros, incrementando su eficiencia y suprimiendo las trabas que impiden una mejor asignación de los recursos de capital disponibles. Por su importancia dentro de la estructura del endeudamiento de las empresas españolas, finalizaré mi conferencia dedicando unos minutos a exponer los criterios de actuación del Banco de España en los mercados bancarios y las perspectivas de evolución de los mercados de valores.

En cuanto a los primeros, constituyen, hoy —y seguirán siendo en el futuro— la fuente principal de recursos ajenos para las empresas. Por ello, la labor fundamental del Banco ha consistido en potenciar su transparencia y su eficacia.

En este sentido, se ha experimentado un gran avance en los últimos años: la apertura de nuestros mercados a la banca extranjera, la creciente integración de los bancos nacionales en los mercados internacionales, la introducción de una gestión de tesorería más ágil y eficaz, los pasos dados en la reducción de los circuitos de financiación privilegiada y el creciente conocimiento de los mercados y de las oportunidades financieras —tanto por parte de la clientela bancaria de activo como por la de pasivo— han impulsado gradualmente la competencia en el sistema bancario, con la consiguiente reducción de los costes de intermediación.

Todo ello se ha manifestado en una remuneración creciente de los pasivos bancarios —necesaria para mantener e incrementar el ahorro financiero de la economía—, en la aparición de nuevas modalidades de crédito más ajustadas a las necesidades de financiación de las empresas —como los créditos sindicados y a tipos de interés variable—, y en la definitiva consolidación de los mercados de pagarés de empresa, claramente potenciados por el sistema bancario.

La oferta de crédito a tipos de interés variable, inexistente en nuestro país en 1982, ha alcanzado, en julio de 1986, el 18 % del montante total de efectos y pólizas proporcionadas por la banca privada, situándose su saldo vivo en 2.050 m.m. Esta modalidad, en la que el sistema opera con márgenes mucho más ajustados y condiciones de disposición mucho más favorables para las empresas, ha pasado a ser una espléndida realidad de nuestros mercados financieros. Pero, quizás, el fenómeno más novedoso en la evolución de los mercados crediticios, durante el año 1986, haya sido el nuevo impulso adquirido por el mercado de pagarés de empresa y la aparición de los créditos movilizables. Este mercado —que nació bajo la tutela de las Bolsas de Comercio y de la banca extranjera y que, a lo largo del

primer semestre de 1985, parecía ceñirse a ser un vehículo de operaciones de materialización de patrimonios fiscalmente ocultos— ha repuntado, a partir de la primavera de 1986, de la mano del sistema bancario y, en la actualidad, se estima que puede estar suministrando a las empresas saldos de financiación por una cuantía global próxima a los 500 m.m., a un coste claramente inferior al crédito bancario tradicional.

No obstante, nunca una tarea está completa, y en ésta, en concreto, quedan pendientes aspectos importantes: en primer lugar, cabe mejorar la transparencia bancaria haciendo de conocimiento general el coste total del crédito; en segundo lugar, debe acelerarse la reducción de los coeficientes que retienen gran parte de los recursos captados por el sistema bancario; y, por último, hay que promover nuevas formas de actividad bancaria que reduzcan los márgenes de intermediación.

La propia banca ha atravesado, a partir de los últimos años 70, una severa crisis que, afortunadamente, ha sido superada. Una de las enseñanzas más destacables de ella ha sido la de los riesgos de una expansión incontrolada de las cifras de balance, no guiada por objetivos de estricta rentabilidad. De esta forma, las instituciones crediticias son ya, en muchos casos, conscientes de que una parte considerable de sus ingresos futuros debe provenir de actuaciones ajenas a su operativa tradicional. Los bancos y las cajas de ahorro están centrando sus esfuerzos en ofrecer productos financieros con márgenes de intermediación más reducidos y, por consiguiente, con menores costes para las empresas. La evolución reciente del mercado de pagarés de empresa y la aparición de los créditos movilizables así lo demuestran.

Otro frente fundamental de actuación es el de los mercados de valores. España es uno de los países de la OCDE donde el caudal de recursos aportados por los mercados de valores a las empresas es menor. En la década de los setenta, las altas tasas de inflación restringieron enormemente la capacidad de las empresas para recabar fondos a través de la emisión de obligaciones: las emisiones netas cayeron desde el 1,7 % del PIB, en 1976, hasta el 0,4 %, en 1982. Por su parte, la crisis bursátil y la caída de los beneficios de las empresas redujeron radicalmente las posibilidades de realizar ampliaciones de capital, que pasaron de representar un 3,3 % del PIB, en los años 1973 y 1974 (punto máximo de las cotizaciones bursátiles y de los beneficios), hasta el 1,0 % en 1980.

En los últimos años, la consolidación de unas expectativas de inflación en descenso y la mejora de las perspectivas empresariales han incidido en una cierta

recuperación del volumen de fondos obtenidos por las empresas en estos mercados (en 1985, las emisiones de obligaciones representaron un 0,8 % del PIB y las de acciones, un 2,6 %). No obstante, el mercado de valores está todavía lejos de haber alcanzado su verdadero potencial como fuente de recursos financieros para las empresas. Ciertamente, y por algún tiempo, las emisiones públicas seguirán representando una fuerte competencia para las obligaciones privadas; sin embargo, éste no es el único factor que coarta el desarrollo de las emisiones de valores privados y existe un amplio margen de crecimiento para la emisión de acciones y obligaciones.

En cuanto a estas últimas, es fundamental el desarrollo de un poderoso mercado secundario que dote de liquidez a los títulos ya emitidos. Sobre este punto se ha hecho hincapié en numerosas ocasiones, pero es el momento de decir que ese mercado secundario —aún lejos de la profundidad y la amplitud requeridas—, está experimentando un rápido crecimiento, en buena parte, gracias al apoyo de las Juntas Sindicales de las Bolsas y del propio Banco de España. Mientras que, en 1983, la contratación de obligaciones no bancarias en las Bolsas fue de 6,7 m.m. efectivos, en 1985 fue ya de 31,6 m.m., y en los meses transcurridos hasta julio de 1986, de 33,6 m.m.

En la medida en que exista un más amplio saldo de obligaciones privadas en poder de inversores particulares, estos apoyos institucionales deben dejar de ser necesarios, ya que podrá constituirse un mercado verdaderamente autónomo y capaz de proporcionar la liquidez necesaria.

En cuanto a las ampliaciones de capital, es necesario facilitar el acceso de las empresas medianas y pequeñas a los mercados de valores. El fomento del capital de riesgo y el establecimiento de segundos mercados bursátiles puede proporcionar nuevos recursos de capital a un segmento fundamental de la estructura productiva. En este campo, cabe reseñar avances todavía modestos: la reciente regulación de las sociedades de capital riesgo —que debe impulsar la actividad de las sociedades ya existentes— y el nacimiento de otras nuevas; el establecimiento de un segundo mercado en Barcelona, todavía incipiente, pero que puede ser una base sobre la que se asiente el desarrollo posterior y, también, los estudios, ya en fase avanzada, para el establecimiento de otro segundo mercado en la Bolsa de Madrid.

Junto a estas actuaciones en campos y mercados específicos, existen otras de ámbito más general. Debe fortalecerse la capacidad operativa de los intermediarios que operan en los mercados de valores en la línea

—hasta ahora seguida con la creación de las sociedades instrumentales— de ensanchamiento de su base de capital, hay que reducir el costo de la operativa bursátil y aumentar su transparencia. Por último, es fundamental ampliar la demanda de títulos de las empresas. En este sentido, la regulación de los Fondos de Pensiones puede sentar las bases para el desarrollo de unas instituciones que canalicen un importante volumen de ahorro hacia los mercados de valores y, que, incluso, tengan un efecto positivo sobre la propia tasa de ahorro de las familias, tal y como ha ocurrido en otros países.

Es de esperar que los avances que se produzcan en estos aspectos, contribuyan a configurar un sistema más eficaz y diversificado para la financiación de las empresas españolas.

# La economía española en 1986

## Resumen

La evolución de la economía mundial en el año 1986 no está respondiendo a las expectativas que sobre ella se habían generado. La mayoría de los países industrializados —sobre todo, los países europeos— ha instrumentado políticas económicas muy cautas, encaminadas a mantener los resultados favorables logrados en años anteriores a través de sus políticas de ajuste, confiando en que la transferencia de renta real procedente del exterior, derivada de la caída del precio del petróleo, proporcionaría a las demandas nacionales el impulso necesario para recuperar su tasa de actividad, y contando, además, con los efectos beneficiosos procedentes de la caída en los tipos de interés y el retroceso en las tasas de inflación.

Este planteamiento se ha visto, en cierta medida, atenuado por la evolución desfavorable de las demandas exteriores, ya que las exportaciones dirigidas a las áreas en vías de desarrollo se han visto afectadas, en mayor medida de lo previsto, por los efectos que sobre la capacidad de compra de estos países ha tenido la caída del precio del petróleo y de otras materias primas, así como, en el caso de los países europeos, por la apreciación de sus monedas frente al dólar.

En este panorama exterior se ha desenvuelto la economía española a lo largo del año actual, teniendo que afrontar también las consecuencias derivadas de su integración en el área económica europea.

El comercio exterior de España ha iniciado en 1986 un proceso de apertura, que ha coincidido con la presión al alza que sobre el tipo de cambio de la peseta ha ejercido el importante excedente que está registrando nuestra balanza de pagos por cuenta corriente, derivado de la sustancial mejora de la relación real de intercambio: todo esto, en un contexto en el que, junto a la mencionada debilidad de algunos mercados exteriores, se ha producido una recuperación de la demanda nacional y un deterioro en el diferencial de costes y precios de nuestra economía.

Como consecuencia de todos estos factores, la demanda exterior de la economía española ejercerá un fuerte impacto negativo sobre la tasa de actividad interior en 1986, estimado en torno a los dos puntos porcentuales. La demanda nacional, como ya se ha dicho, tendrá, por el contrario, un efecto expansivo considerable, con lo que el crecimiento del Producto Interior Bruto en el promedio del año se encontrará muy próximo al 3 %, en términos reales.

## 1. Evolución de los principales agregados macroeconómicos

Tasas de variación reales

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

(a) Estimación.

(b) Previsión.

(c) Aportación al crecimiento del PIB.

Fuente: BE.

La recuperación de la demanda nacional se inició en la segunda mitad del año 1985. Su intensidad, prescindiendo de los movimientos especulativos que se produjeron en los meses finales del año, se asentaba en bases sólidas relacionadas con el descenso en la tasa de inflación, el cambio de signo favorable en el comportamiento del empleo, la mejora en las condiciones financieras de las empresas y, en general, en la constatación de un clima económico más

favorable, todo ello resultado, en gran medida, de la política de ajuste instrumentada por las autoridades económicas en los años anteriores.

Conforme avanzaba el año, el crecimiento de la demanda nacional se fue consolidando, a la vez que en el frente de los precios se recrudecían las tensiones inflacionistas, incluso después del primer impacto de la implantación del IVA. El consumo privado se vio favorecido por la continuidad en la creación de empleo y por la aceleración de los salarios monetarios; la tasa de inversión fue mayor de lo esperado, debido a la intensidad en la recuperación del sector de la construcción y al aumento de las existencias; y, en cuanto al sector público, aunque se logró contener el aumento de su déficit en relación con el PIB, ello se debió más a los incrementos de sus ingresos, superiores a lo esperado —derivados de la recaudación del IVA y de la escasa transmisión al público de la caída del precio de los productos petrolíferos importados—, que a la contención de sus gastos, creciendo el consumo público por encima de lo previsto.

En conjunto, la economía española está participando de la mejora en el clima de actividad que ha registrado, este año, el conjunto de los países europeos; y, como en la generalidad de éstos, la demanda nacional aparece como impulsora de un mayor ritmo de expansión, mientras la aportación del sector exterior está siendo negativa. Al mismo tiempo, sin embargo, la tasa de inflación muestra

## 2. Balanza de pagos por cuenta corriente (a)

m.m.

	1985			1986			Tasas de variación	
	I	P	S	I	P	S	I	P
<i>Exportaciones no energéticas</i>	3.758	—	—	3.611	—	—	-3,9	—
<i>Importaciones no energéticas</i>	—	3.114	—	—	3.609	—	—	15,9
Saldo no energético	—	—	644	—	—	2	—	—
Importaciones energéticas netas	—	—	-1.356	—	—	-660	—	—
<b>Balanza comercial</b>	—	—	<b>-712</b>	—	—	<b>-658</b>	—	—
<i>Turismo y viajes</i>	1.375	170	1.205	1.671	207	1.464	21,5	22,0
<i>Otros servicios</i>	852	758	94	852	796	56	0,0	5,0
<b>Balanza de servicios sin rentas</b>	<b>2.228</b>	<b>928</b>	<b>1.299</b>	<b>2.523</b>	<b>1.003</b>	<b>1.520</b>	<b>13,2</b>	<b>8,1</b>
<b>Rentas de inversión</b>	<b>288</b>	<b>595</b>	<b>-307</b>	—	—	-267	—	—
<b>Balanza de servicios total</b>	<b>2.516</b>	<b>1.523</b>	<b>993</b>	—	—	<b>1.253</b>	—	—
<b>Balanza de transferencias</b>	<b>302</b>	<b>115</b>	<b>187</b>	—	—	<b>142</b>	—	—
<b>Balanza corriente</b>	—	—	<b>467</b>	—	—	<b>737</b>	—	—

(a) Las cifras de la balanza comercial se han desglosado entre sus componentes de productos energéticos y no energéticos. Se trata de una estimación provisional que ha precisado numerosos supuestos.

Fuente: Secretaría de Estado de Comercio y BE.

una resistencia notoria a la desaceleración, la balanza comercial de productos no energéticos acusa un empeoramiento intenso, y la contención del gasto público continúa enfrentada con grandes dificultades. Las mejoras de la relación real de intercambio han tenido un efecto favorable sobre la evolución de los precios, y, sobre todo, ha venido a ayudar, de modo sustancial, a la balanza de pagos por cuenta corriente, de un lado, y a la financiación del gasto público, de otro. Esta ayuda, con la cual no hay que contar indefinidamente —como lo refleja la política gubernamental de trasladar sólo parcialmente el descenso del precio internacional del petróleo a los precios interiores de los productos correspondientes para mantener el ahorro de energía—, no puede ocultar la necesidad de seguir combatiendo un conjunto de problemas de cuya solución depende el crecimiento sostenido, a medio plazo, de nuestra economía. La reducción de la inflación, con sus requerimientos monetarios y fiscales, los ajustes de precios y costes relativos, la contención y el cambio de estructura del gasto público son problemas de cuya resolución depende la capacidad de crecimiento, generación de empleo y adaptación a la CEE de la economía española.

La financiación de la economía durante los nueve primeros meses de 1986 se caracterizó por una estructura de las necesidades de financiación de los distintos agentes institucionales muy similar a la del año anterior, en la que el sector privado ha estado otorgando financiación neta al resto de los sectores. Sin embargo, las administraciones públicas han moderado notablemente el ritmo de crecimiento de sus necesidades de recursos, en tanto que la financiación otorgada al sector exterior creció fuertemente, como consecuencia del abultado superávit por cuenta corriente. Estos trasvases ocurrieron en un entorno financiero relativamente distendido.

La actuación de las autoridades monetarias estuvo condicionada por el deseo de mantener relativamente estable el tipo de cambio nominal de la peseta frente a la CEE, en un escenario de intenso superávit de la balanza por cuenta corriente, y por la aguda variabilidad que los distintos agregados monetarios y crediticios han mostrado, a lo largo de todo el período. El carácter relativamente errático de estas alteraciones ha estado motivado, fundamentalmente, por las oscilaciones en las necesidades financieras del sector público y por los importantes trasvases en las carteras de activos financieros del sector privado. Ambas perturbaciones dificultaron sensiblemente tanto la valoración de la situación real de los agregados monetarios como la instrumentación del control de la liquidez del sistema. Las variaciones registradas en la demanda de activos líquidos por parte del

público, que han sido superiores a las inicialmente previstas, especialmente en la segunda parte del año, han dado a la política monetaria un carácter menos restrictivo del programado a principios del año, a pesar de haberse ajustado con bastante exactitud, al término del período considerado, a los objetivos establecidos.

## 1. Panorama internacional

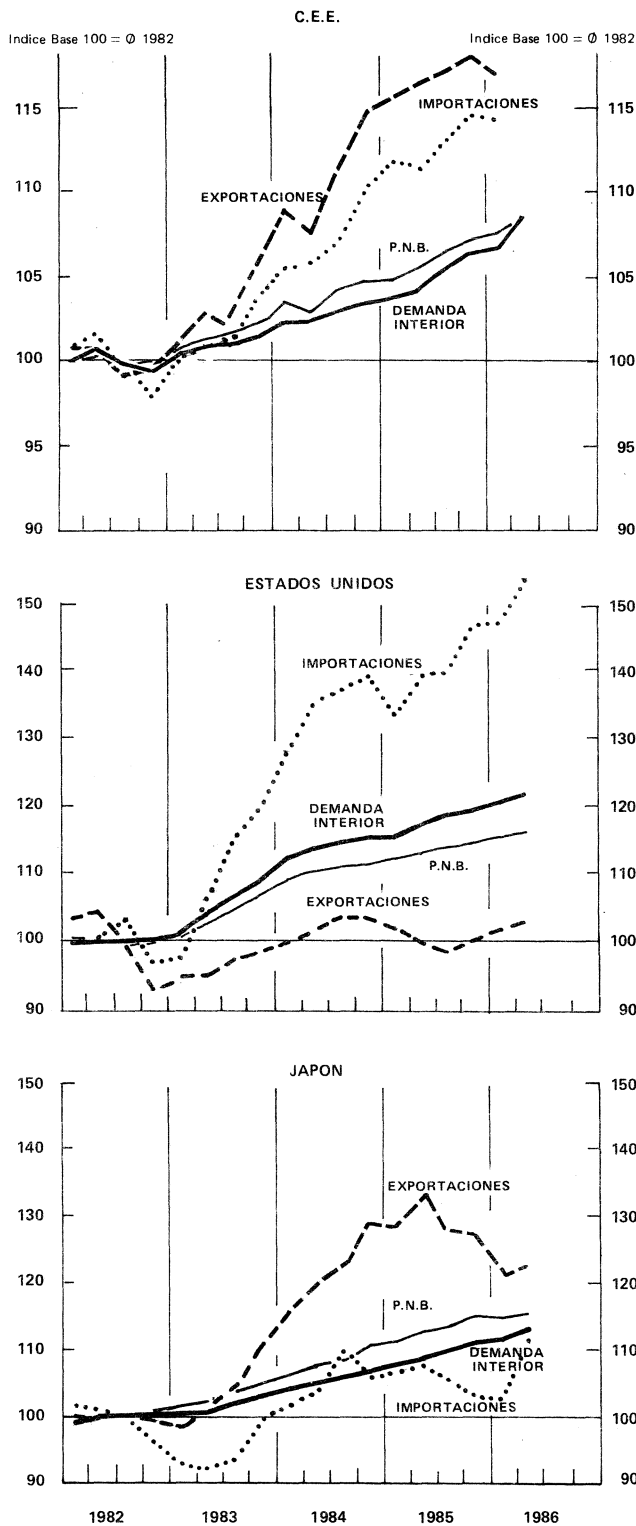
Transcurridos ya diez meses de 1986, puede decirse que las expectativas de crecimiento generadas en los primeros meses del año, que apuntaban a unos resultados superiores a los de 1985, cuando el producto avanzó a una tasa del 3 % en el conjunto de los países industriales, se han visto, en gran medida, frustradas.

Como ya se señalaba en el *Boletín Económico* de julio y agosto, a principios de 1986 una serie de circunstancias positivas configuraban un entorno económico propicio al crecimiento, en el área de los países desarrollados. Entre esas circunstancias estaban la caída de los precios del petróleo, la depreciación del dólar y el descenso en los tipos de interés nominales. La ganancia de renta real derivada del descenso en los precios del petróleo y de la debilidad de los precios de las materias primas no energéticas otorgaba un impulso importante a la demanda interna de los países consumidores de crudo, a la par que favorecía el proceso de desaceleración de precios, y ello a cambio de un descenso de las exportaciones hacia los países productores de petróleo, al que, en principio, cabía otorgar menor fuerza que al impulso positivo. Así, el ajuste de los desequilibrios comerciales y por cuenta corriente entre los países industriales, al que se dirigía la depreciación del dólar, podría realizarse en un marco de aceleración del nivel de actividad. Por último, el descenso en los tipos de interés, favorecido por una instrumentación más flexible de la política monetaria, representaba un factor de estímulo adicional a la demanda interna. Los países en desarrollo también se veían favorecidos por este descenso en los tipos de interés, aunque, por otro lado, su relación real de intercambio estuviese negativamente afectada, en muchos casos, por la evolución de los precios de las materias primas y del petróleo.

Los resultados obtenidos por las economías de los países desarrollados en los primeros meses de 1986 no respondieron, sin embargo, a las expectativas que se acaban de señalar. El motivo estribó en el fuerte recorte que los países en vías de desarrollo y, en especial, los productores de petróleo imprimieron



# 1. Principales agregados macroeconómicos en términos reales



a sus importaciones procedentes del área desarrollada, ante el descenso de sus ingresos por exportación. Dicho recorte fue mucho mayor de lo previsto inicialmente, y sus efectos sobre el nivel de actividad de los países industriales, manifestados en una importante contribución negativa de las exportaciones netas al crecimiento del producto durante el primer semestre de 1986, superaron con creces el impulso derivado de la ganancia de renta real, lentamente transmitido hacia la demanda interna. Tras estos primeros resultados, las previsiones para el crecimiento del PNB de los países industriales en 1986 se sitúan alrededor del 2,5 %, tasa inferior al 3 % registrado en 1985.

Dentro de esta evolución general, cabe señalar diferencias en el comportamiento de las economías de los países del área industrializada. En *Estados Unidos*, el producto creció a una tasa anual del 2,5 % durante el primer semestre de 1986, inferior al 2,7 % alcanzado en 1985. Este crecimiento fue resultado de un avance importante del consumo privado, acompañado de un aumento sustancial en el endeudamiento de las familias, mientras que la inversión no residencial tuvo un comportamiento contractivo. La contribución del sector exterior al crecimiento del PNB siguió siendo fuertemente negativa, señal de que la depreciación de la moneda americana no se había traducido entonces, como no lo ha hecho aún, en una desaceleración suficiente de las importaciones americanas. Cabe notar que los precios de importación han empezado a elevarse de forma significativa muy recientemente, lo que revela una cierta compresión de los márgenes de beneficio de los exportadores al mercado americano. En el tercer trimestre, el crecimiento del PNB fue del 2,9 %, en tasa anual sobre el trimestre anterior, y la evolución de los distintos componentes del gasto se situó en una línea similar a la de la primera mitad del año. Dado que no cabe esperar un cambio en las tendencias señaladas durante el cuarto trimestre, el crecimiento del producto, para el conjunto de 1986, se situará, probablemente, en torno al 2,7 %, tasa inferior al objetivo del 3,2 % establecido en el verano por las autoridades americanas.

En *Europa*, tras un primer trimestre de estancamiento en la actividad productiva, con resultados negativos en algunos países como Alemania y Francia, se registró una recuperación en el segundo trimestre, gracias al avance importante de la demanda interna del sector privado. La demanda externa, por el contrario, resultó claramente contractiva, habiéndose registrado durante el primer semestre tasas negativas, o sólo ligeramente positivas, para la exportación de bienes y servicios en la mayoría de países europeos. El avance de la demanda interna en Europa se

### 3. Economía internacional: principales macromagnitudes

Tasas de variación, %

	PIB/PNB			Demanda interna			Deflactor PIB/PNB (b)			Desempleo (c)		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987
Estados Unidos	2,7	2,7	3,5	3,4	3,4	3,3	3,4	2,8	3,4	7,2	6,9	6,5
Japón	4,5	2,6	2,9	3,6	4,2	4,4	1,7	1,8	1,2	2,6	2,8	3,0
Alemania	2,5	3,0	3,0	1,5	4,2	3,7	2,2	2,8	1,6	8,2	7,9	7,5
Francia (a)	1,3	2,2	2,2	2,0	3,3	2,7	5,8	4,5	3,4	10,4	10,7	10,7
Reino Unido (a)	3,3	2,4	2,5	2,2	3,0	3,2	6,1	3,8	3,7	11,3	11,6	11,5
Italia (a)	2,3	2,8	2,5	2,4	3,9	3,7	8,8	9,1	5,4	10,6	11,2	11,3
Canadá	4,0	3,3	3,6	4,6	3,1	2,2	3,4	2,9	3,5	10,5	9,7	9,6
Otros países industriales	3,0	2,5	2,2	2,7	3,1	2,5	5,4	4,6	4,3	11,7	11,4	11,2
<b>Países industriales</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>
Países en desarrollo exportadores de energía	0,1	-1,2	0,5	-	-	-	13,1	19,7	18,6	-	-	-
Países en desarrollo no exportadores energía	4,8	4,4	3,9	-	-	-	54,4	32,6	15,1	-	-	-
<b>Países en desarrollo</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	-	-	-	<b>39,6</b>	<b>28,4</b>	<b>16,2</b>	-	-	-
PRO MEMORIA:												
Países europeos	2,4	2,6	2,4	2,2	3,6	3,1	5,2	4,4	3,4	10,8	10,9	10,7

(a) PIB a precios de mercado.

(b) Para los países en desarrollo los datos corresponden a precios al consumo.

(c) En porcentaje de la población activa.

Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre 1986.

irá consolidando a lo largo de 1986, a medida que la ganancia de renta real derivada de la mejora en la relación real de intercambio europea se vaya traduciendo en un incremento de las disponibilidades para el gasto de empresas y consumidores. Para el conjunto de 1986, se espera un crecimiento superior al 3,5 % en la demanda interna del conjunto de países europeos, así como un incremento del producto en torno al 2,5 %. Entre los principales países, Alemania, con un 3 %, e Italia, con un 2,8 %, registrarán las mayores elevaciones en el nivel de actividad. Debe subrayarse el hecho de que el crecimiento esperado en la demanda interna supere al del producto, al contrario de lo sucedido en los últimos años, lo que indica que, al fin, las economías europeas están transmitiendo un impulso positivo hacia el exterior y no creciendo a remolque del mismo. Otra cosa es, sin duda, que el crecimiento así alcanzado resulte suficiente.

Japón es el país del área desarrollada donde las previsiones han resultado más alejadas de la realidad. El PNB avanzó a una tasa anual del 1,1 % en los seis primeros meses de 1986, reflejo tanto de la debilidad relativa de los componentes internos del gasto como, fundamentalmente, de la fuerte caída registrada en las exportaciones. El efecto de la apreciación del yen ha sido, en este caso, rápido y de magnitud considerable. Suponiendo que la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del producto esté siendo algo menos negativa en la se-

gunda mitad del año, el crecimiento se situará, para el conjunto de 1986, en una tasa del 2,6 %, muy inferior al 4,5 % alcanzado en 1985, a pesar de que la demanda interna crecerá más que en ese último año.

Los resultados relativos a los *precios*, en 1986, están siendo mejores de lo previsto. Así, entre agosto de 1985 y agosto de 1986, los precios al consumo aumentaron un 2,4 % para el conjunto de países de la OCDE. Aunque es posible que esta tasa se haya elevado algo en septiembre, la desaceleración es considerable, si se tiene en cuenta que los precios al consumo crecieron, en términos medios, un 4,5 % en 1985. Para 1986, la tasa media de inflación esperada, en términos de deflactor del consumo, es del 2,2 % para el conjunto de países industriales. No obstante, en términos de deflactor del PIB, indicador que refleja mejor las tendencias de la inflación subyacente, el crecimiento esperado es del 3,3 %, ya que no recoge directamente la evolución de los precios de importación.

En cuanto al *empleo*, se están registrando tasas de crecimiento positivas en los principales países y en el área industrializada en general, aunque ello no será suficiente para reducir significativamente la tasa de desempleo en Europa, que seguirá situada en torno al 11 %. En Japón se espera una elevación de la tasa de desempleo entre 1985 y 1986, y en Estados Unidos, un ligero retroceso.

Los hechos descritos en los párrafos anteriores configuran un panorama económico para 1986, en el área industrializada, que, lejos de incorporar una aceleración en el ritmo de actividad, ofrece un crecimiento moderado, insuficiente para absorber el paro acumulado en el mercado de trabajo. No obstante, ciertos cambios esperados desde hacía tiempo van a tener lugar en este año. Así, la aceleración de la demanda interna europea coloca a este conjunto de países en situación de poder sostener su propia expansión, aunque sería deseable que también pudiesen contribuir al crecimiento americano a través de una mayor demanda de importaciones procedentes de Estados Unidos. A este respecto, el ritmo de actividad europeo resulta insuficiente, y no únicamente porque no absorba mayores cantidades de bienes americanos, sino porque el crecimiento de la inversión, a pesar de alcanzar tasas del 4 % al 5 % —y del 6 % en bienes de equipo—, no permite mejorar sustancialmente las perspectivas del empleo, ni esperar, por lo tanto, un total aprovechamiento del potencial productivo.

Durante 1986, tanto en Europa como en el resto del área industrializada, la *política monetaria* está siendo instrumentada con una cierta flexibilidad, lo que ha permitido un descenso importante en los tipos de interés nominales y, seguramente, en los tipos reales, con el consiguiente impulso a la demanda. Los Estados Unidos, sin embargo, han venido demandando actuaciones más expansivas, tanto en el ámbito de la política monetaria como en el de la política fiscal, a los gobiernos de Alemania y Japón, para que, a través de un mayor crecimiento interno, colaborasen en la reducción del desequilibrio comercial que liga a estos tres países. Hasta ahora, tanto las autoridades alemanas como las japonesas han opuesto una tenaz resistencia a cualquier movimiento que pudiese poner en peligro los logros alcanzados en el ámbito fiscal. Desde mediados de año, y rompiendo con el principio de coordinación que en este sentido habían establecido con las autoridades americanas, se habían opuesto también a rebajas adicionales en los tipos de descuento. No obstante, a finales de octubre, Japón, ante el estado de estancamiento de su economía, ha reducido el suyo en medio punto, a cambio de un compromiso por parte de Estados Unidos de llevar a cabo una actuación firme para reducir su déficit fiscal. Este déficit es, desde el punto de vista europeo y japonés, el causante fundamental de las dificultades americanas de balanza de pagos, debido a los requerimientos de financiación externa que genera. En todo caso, su evolución es uno de los aspectos más inciertos en la previsión a corto y medio plazo, dado que la legislación que se había aprobado para regularlo ha sido declarada inconstitucional.

Las previsiones para 1987 sitúan el crecimiento del producto en el conjunto de los países industrializados en un nivel del 3 %, con una tasa algo superior para la demanda interna y una nueva contribución negativa de las exportaciones netas. Estados Unidos y Canadá serían excepciones a esta regla, con un crecimiento en el producto superior al de la demanda. En el caso de Estados Unidos, la previsión para el crecimiento del PNB hecha por el FMI —un 3,5 %, como puede verse en el cuadro 3— resulta quizás demasiado optimista, dado el comportamiento poco expansivo que se espera del consumo y de la inversión. Una apreciación más realista de la economía americana situaría esa previsión por debajo del 3 %. En Europa, según el FMI, en 1987 se registraría una cierta desaceleración en el nivel de actividad. Por el contrario, la Comisión Europea prevé, para el conjunto de países comunitarios, un crecimiento del 2,8 %, ligeramente superior al de 1986. Estas previsiones se fundamentan en un mal comportamiento relativo de las exportaciones europeas, un avance del consumo en torno al 3,5 % y una aceleración de la formación bruta de capital fijo hasta el 5,1 %. En Japón, el crecimiento esperado para 1987 es algo inferior al 3 %, puesto que el fuerte avance de la demanda interna —un 4,4 %— se verá compensado por el retroceso esperado en las exportaciones.

Las perspectivas para 1987 en lo referente a los precios sugieren una estabilización de la tasa de inflación, en términos de deflactor del PNB y para el conjunto del área desarrollada, en torno al 3 %, mientras que el deflactor del consumo, una vez agotados los efectos del descenso en los precios del petróleo, se acelerará ligeramente, aproximándose a esa misma tasa del 3 %. El empleo seguirá aumentando, pero la tasa de desempleo se mantendrá en niveles elevados.

En el área de los *países en desarrollo*, la evolución económica ha estado marcada por la reducción de los ingresos de exportación de los países exportadores de petróleo y por el empeoramiento en su relación real de intercambio, que también afectó a los productores de otras materias primas y que se ha traducido en un drástico recorte de sus importaciones. Durante 1986, el ritmo de crecimiento previsto para los países exportadores de energía es negativo, y el del resto de los países en desarrollo, positivo, aunque inferior al de 1985. Este último grupo de países se está beneficiando de la caída en los precios de la energía y de la reducción en los tipos de interés, si bien algunos de ellos, fundamentalmente los de renta media y baja, sufren los efectos de la caída, en términos reales, de los precios de las materias primas no energéticas. Para 1987, se espera que los países productores de petróleo continúen ajustando a la

baja sus importaciones, recuperándose muy ligeramente su tasa de crecimiento. En el resto de los países en desarrollo, el producto registrará un crecimiento del 3,9 %, inferior al de 1986. Se espera que las importaciones de este grupo de países se recuperen desde la segunda mitad de 1986 y en 1987.

La evolución de los flujos de *comercio internacional* en 1986 ha venido determinada por los importantes cambios registrados en los precios relativos, como resultado de los movimientos en los precios internacionales y en los tipos del cambio, así como por el distinto grado de respuesta de los flujos reales a esos cambios. El deterioro en la relación real de intercambio de los países en desarrollo provocó, como ya se ha señalado, una rápida caída en sus importaciones. Sin embargo, los movimientos en los tipos de cambio entre los países desarrollados han provocado, hasta el momento, una respuesta muy tenue de sus importaciones y exportaciones reales, con la importante excepción de la caída en las exportaciones japonesas. El motivo de esta débil respuesta puede encontrarse, en parte, en que los propios precios de exportación e importación han reaccionado poco a los movimientos en los tipos de cambio, absorbiendo los márgenes de beneficio de los exportadores europeos y japoneses, parte del movimiento a la baja del dólar. En el futuro próximo, no obstante, los esperados efectos sobre los flujos reales de comercio empezarán a sentirse con mayor intensidad. Para 1986, debido a los movimientos en las relaciones reales de intercambio, se espera una mejora en la balanza por cuenta corriente del conjunto de países industriales, que se invertirá en 1987, mientras que la balanza por cuenta corriente de los países en desarrollo registrará el movimiento contrario. En el presente año, el saldo por cuenta corriente empeorará en Estados Unidos, elevándose los superávits de Alemania y Japón, y, en 1987, el déficit americano se modificará poco, aunque se reducirán algo los saldos positivos de los otros dos países.

El comercio mundial, tras registrar un bajo crecimiento en la primera mitad de 1986, se recuperará algo en los últimos meses, para terminar el año con un crecimiento alrededor del 3,5 %. Durante 1987, se registrará una ligera aceleración, hasta tasas en torno al 4 %.

## 2. Demanda y actividad productiva

### 2.1. Demanda exterior

A medida que ha ido avanzando el año, las previsiones sobre la aportación al crecimiento del PIB de la demanda exterior se han ido haciendo más negati-

vas. Así, frente a una estimación de -0,8 puntos porcentuales presentada en el último análisis de coyuntura publicado en el *Boletín Económico* de los meses de julio y agosto, la previsión actual es que el resultado neto de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios en 1986 puede restar algo más de dos puntos porcentuales al crecimiento de la producción interior.

Dos son los factores fundamentales que explican esta evolución: en primer lugar, las exportaciones de productos no energéticos han mantenido su desarrollo negativo, sin que, hasta ahora, se haya producido su deseada recuperación; aunque este comportamiento tan desfavorable ha sido, en parte, compensado por el mayor aumento de la exportación energética, y, sobre todo, por las altas tasas de crecimiento registradas por el turismo, la tasa de variación real de la exportación de bienes y servicios se estima actualmente en el 1,6 %. En segundo lugar, las importaciones de productos energéticos contabilizadas por la Dirección General de Aduanas, que venían mostrando descensos reales en comparación con los mismos meses del año anterior, iniciaron, a partir del mes de junio, una fuerte expansión, habiéndose cambiado sustancialmente la estimación sobre su crecimiento medio anual, lo que, juntamente con el hecho de que la importación no energética haya intensificado aún más su extraordinario vigor, es la causa de que la previsión sobre el incremento real de la importación de bienes y servicios se haya elevado hasta el 12,0 %.

Lo que no ha sufrido cambios importantes en relación con las estimaciones iniciales ha sido el comportamiento de nuestra relación real de intercambio. Calculada en términos de los índices de valor unitario de nuestro comercio exterior (1), puede decirse que, en el promedio del año actual, su mejora será del orden del 18 %. Como consecuencia de ello —y pese al adverso resultado de los flujos comerciales reales—, y del comportamiento tan favorable de la balanza de servicios, para 1986 se espera un superávit de la balanza por cuenta corriente de unos 740 mil millones de pesetas (casi 5.300 millones de dólares): 270 mil millones más que en el año precedente. En porcentaje del PIB, el superávit previsto es del 2,3 %, frente al 1,7 % registrado en 1985.

Es importante, pues, preguntarse qué factores están detrás de la evolución del comercio exterior real

---

(1) Téngase en cuenta que la variación del precio utilizada en este cálculo para las exportaciones de mercancías no coincide con el deflactor implícito para las exportaciones de bienes del cuadro macroeconómico.

en el año actual, con el fin de ver qué posibilidades hay de que estas tendencias tan desfavorables cambien, en un plazo más o menos breve. Aunque sólo se dispone de información para los tres primeros trimestres del año, el análisis se va a realizar en términos anuales, ya que, pese a que en algún aspecto concreto las cifras de los tres últimos meses pueden provocar cambios importantes, no parece que pueda alterarse sustancialmente la configuración de nuestro sector exterior en el año actual.

La complejidad que ha alcanzado el *comercio exterior de productos energéticos* —y la falta de información, o su carácter contradictorio, en alguna de sus facetas— aconseja tratar la importación de estos bienes en términos netos.

Hasta el mes de junio, de acuerdo con los datos de Aduanas, se habían importado 16 millones de toneladas netas de productos petrolíferos: un 23 % menos que en el mismo período del año anterior. Para el período enero-septiembre, la cifra se había elevado a 29 millones de toneladas, con un aumento del 2 % en relación con los mismos meses de 1985. El valor medio del crudo importado en el primer semestre fue de 19,7 dólares-barril, mientras que dicho valor en el

tercer trimestre fue inferior a los 12 dólares-barril. Para el total del año, se espera un volumen de toneladas netas similar al del año pasado, con un precio medio anual del barril de crudo de 16,5 dólares, aproximadamente (27 dólares en 1985).

Parece, pues, que durante los primeros meses del año se restringieron sustancialmente las compras de productos petrolíferos; después, cuando la caída de precios llegó con toda su intensidad a todos los mercados, se inició un proceso de crecimiento en la importación neta de petróleo, cuya cuantía implica que se está produciendo una importante acumulación de *stocks*. Por este motivo, se ha interrumpido este año la tendencia a la caída de la importación neta de productos petrolíferos que venía produciéndose desde hace algunos años, sin que lo justifiquen cambios en la participación del petróleo en el consumo total de energías primarias.

Los valores unitarios de importación del total de productos energéticos han recogido el efecto de la caída del precio del crudo y demás derivados del petróleo en dólares, así como la apreciación del tipo de cambio de la peseta frente a la moneda norteamericana. Para el promedio del año, se espera una caída

#### 4. Comercio exterior en el periodo enero-septiembre de 1986 (a)

Tasas de variación en pesetas con respecto al mismo periodo del año anterior (b)

	Mundo	CEE	EE.UU.	Resto OCDE	OPEP	COMECON	Resto de América	Resto del mundo
<b>Exportaciones totales</b>	<b>-6,1</b>	<b>4,1</b>	<b>-10,7</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>-31,8</b>	<b>-14,8</b>	<b>-27,9</b>
Energéticas	-31,2 (9)	-40,1 (10)	-15,1 (14)	41,5 (4)	-4,1 (8)	-80,0 (2)	-40,6 (2)	-37,3 (12)
No energéticas	-3,5 (91)	9,5 (90)	-10,0 (86)	0,8 (96)	-23,4 (92)	-30,4 (98)	-14,3 (98)	-26,8 (88)
<i>Productos animales</i>	7,2 (1)	19,2 (1)	4,2 (1)	-8,4 (7)	116,1 (-)	-21,1 (-)	-6,1 (-)	47,2 (1)
<i>Productos vegetales</i>	-3,3 (8)	2,4 (11)	-7,6 (2)	-2,2 (9)	-22,6 (5)	-57,2 (8)	61,8 (4)	-34,9 (4)
<i>Productos alimenticios</i>	-8,2 (5)	-5,5 (4)	-13,0 (12)	-8,8 (6)	-12,6 (4)	-13,9 (3)	13,4 (1)	-6,0 (5)
<i>Materias primas agricul.</i>	-5,0 (1)	-17,7 (1)	-50,1 (-)	-13,1 (1)	23,4 (5)	215,2 (-)	-73,0 (2)	-21,4 (1)
<i>Productos intermedios</i>	-13,5 (37)	1,4 (29)	-8,5 (33)	-9,1 (44)	-25,7 (45)	-49,8 (61)	-22,4 (33)	-27,3 (49)
<i>Bienes de consumo</i>	8,6 (19)	18,3 (25)	-15,0 (26)	25,9 (13)	-32,3 (16)	5,9 (2)	-8,6 (21)	-11,2 (7)
<i>Bienes de equipo</i>	4,0 (18)	18,0 (19)	-14,0 (12)	14,0 (15)	-21,0 (16)	28,0 (21)	-11,0 (35)	-38,0 (19)
<b>Importaciones totales</b>	<b>-5,5</b>	<b>24,5</b>	<b>-13,7</b>	<b>23,5</b>	<b>-39,3</b>	<b>-35,4</b>	<b>-35,2</b>	<b>-22,8</b>
Energéticas	-43,1 (36)	-21,6 (6)	-10,2 (13)	-18,3 (6)	-40,7 (96)	-65,5 (57)	-53,4 (56)	-52,8 (49)
No energéticas	15,5 (64)	27,8 (94)	-14,1 (87)	25,6 (94)	1,5 (4)	9,9 (43)	-15,5 (44)	6,6 (51)
<i>Productos animales</i>	59,4 (2)	86,1 (3)	237,3 (-)	41,1 (3)	135,8 (-)	-16,4 (9)	41,9 (3)	28,5 (3)
<i>Productos vegetales</i>	24,6 (2)	15,4 (1)	2,0 (1)	39,4 (1)	2,9 (-)	-19,7 (3)	26,7 (9)	35,5 (5)
<i>Productos alimenticios</i>	0,1 (3)	38,7 (2)	-33,4 (7)	25,5 (2)	11,9 (-)	-0,5 (5)	-7,5 (8)	3,0 (3)
<i>Materias primas agricul.</i>	-19,5 (4)	135,0 (1)	-18,0 (19)	2,7 (1)	-	224,6 (-)	-70,1 (11)	101,0 (1)
<i>Productos intermedios</i>	10,7 (26)	22,1 (40)	-14,9 (25)	12,5 (39)	-7,0 (-)	30,0 (19)	-4,3 (12)	-14,6 (29)
<i>Bienes de consumo</i>	50,7 (5)	56,1 (8)	3,3 (3)	47,5 (15)	74,7 (-)	35,1 (2)	1,0 (-)	59,6 (6)
<i>Bienes de equipo</i>	18,0 (21)	21,0 (39)	-8,0 (31)	33,0 (33)	-53,0 (-)	-12,0 (6)	-22,0 (1)	30,0 (5)

(a) Las tasas de variación no se corresponden con las recogidas en el cuadro número 5, debido a que en esta clasificación cruzada por productos y áreas geográficas no está incluido Portugal dentro de la CEE.

(b) Entre paréntesis, después de cada tasa de variación, se expresa la importancia relativa de cada producto en cada una de las áreas consideradas, de acuerdo con las cifras correspondientes al año 1985. Los porcentajes no son exactos, por lo que hay diferencias de poca importancia.

Fuente: DGA y BE.

del 49 % del índice expresado en pesetas. Dados los supuestos realizados antes sobre evolución de la importación petrolífera neta en términos reales y el abaratamiento registrado en el precio de estos productos, se ha estimado en más de 650 mil millones de pesetas el ahorro en la factura energética en el año actual.

La tasa de crecimiento real prevista para la *importación de productos no energéticos* en 1986 es del 18 %. Se espera que los precios de estos productos, en pesetas, disminuyan un 2 %, con caídas próximas al 10 % en el componente de materias primas no energéticas.

Como puede observarse en el cuadro número 4, dentro del crecimiento generalizado que se aprecia en todos los grupos de productos no energéticos y en todas las zonas geográficas, destacan las cifras relativas al mercado de la CEE, donde los incrementos son muy fuertes (superiores al 20 %). En cuanto al mercado de Estados Unidos, hay que tener en cuenta que la fuerte apreciación de la peseta frente al dólar hace que los precios de importación en pesetas de los productos procedentes de este país registren tasas de variación negativas muy elevadas, por lo que también aquí se producen incrementos reales, aunque de menos cuantía.

Asimismo, hay que destacar las tasas de crecimiento que en todas las áreas consideradas se producen en todos los grupos que incluyen bienes de consumo, sean productos animales, vegetales, alimenticios o manufacturados.

La importación de bienes de equipo, sin llegar a alcanzar los aumentos reales de los bienes de consumo, mantiene también un crecimiento elevado, al igual que los productos intermedios, aunque en un tono algo menor. Mención aparte merece el capítulo de las materias primas no energéticas con destino a la agricultura, en cuya tasa de variación negativa hay que descontar también la fuerte caída de sus precios en pesetas en los mercados internacionales. Se observa en este grupo de productos —semillas, cereales— pienso, etc.— una fuerte desviación de comercio desde las zonas tradicionales de abastecimiento —Estados Unidos y resto de América— a otras nuevas —CEE y resto del mundo—, encontrándose en este amplio grupo la mayoría de los llamados países ACP (signatarios de la convención de Lomé), con los que la comunidad europea mantiene acuerdos comerciales preferenciales. Este ejemplo y otros cuya intensidad no se aprecia en el cuadro estadístico aquí presentado —como son los relacionados con las importaciones de café, cacao, etc.— son las únicas evidencias claras de desviación de comercio relacio-

nadas con la integración de nuestra economía en la CEE. También, quizás, podría estarse produciendo algo similar en la importación de manufacturas procedentes de Estados Unidos, que se estarían viendo perjudicadas en beneficio de los países comunitarios. Pero, como ya se indicó, el no disponer de deflatores específicos para esta zona dificulta enormemente la verificación de esta impresión. Desde luego, el descenso de los precios de importación en pesetas de los productos procedentes de Estados Unidos es tal que, al menos, garantiza tasas de incremento real para ellos por encima del 7 %, muy inferior, sin embargo, a las equivalentes para los productos enviados por los países de la CEE.

No cabe la menor duda de que, en este comportamiento tan expansivo de la importación de productos no energéticos en el año 1986, uno de los factores explicativos básicos es el aumento que se espera en la demanda final (4,5 %, en nuestra actual estimación), reflejándose, además, como hemos visto, su estructura desagregada en la composición de la importación por grupos de productos. Otro factor adicional digno de tenerse en cuenta ha sido el abaratamiento en el precio de los bienes importados en relación con el de los bienes interiores (piénsese, por ejemplo, en el caso de los productos manufacturados, cuyos precios de importación en pesetas están registrando tasas de variación ligeramente negativas), pero, de acuerdo con la evidencia empírica disponible referida a nuestro pasado reciente, no parece que estos dos factores puedan explicar por sí solos los incrementos reales alcanzados en este año.

La integración de la economía española en la CEE ha traído consigo una serie de cambios importantes, que suponen el inicio de un período de apertura al exterior de nuestra economía, de carácter irreversible. Más relevantes que las rebajas arancelarias que comenzaron en el mes de marzo pasado, parecen ser la desaparición del impuesto de compensación de gravámenes interiores y, en general, la reducción o supresión de contingentes, licencias y todo tipo de barreras no arancelarias, que en la práctica actuaban como un mecanismo de protección mucho más fuerte y eficaz que el propio arancel. Son estos factores el complemento necesario para explicar cómo, en un contexto general caracterizado por el crecimiento de la demanda final, pueden llegar a registrarse incrementos en la importación como los que se están contemplando.

Las *exportaciones de productos no energéticos* iniciaron el año afectadas por el proceso de adelanto en su realización que se produjo en los meses finales de 1985, con el fin de beneficiarse de la desgravación fiscal a la exportación, que desaparecería en el

## 5. Comercio exterior de España

m.m., %

	Exportaciones						Importaciones					
	1984	1985	% variación	ENE-SEP 85	ENE-SEP 86	% variación	1984	1985	% variación	ENE-SEP 85	ENE-SEP 86	% variación
OCDE	2.616	2.876	9,9	2.047	2.085	1,9	2.499	2.883	15,4	2.053	2.402	17,0
CEE	1.944	2.142	10,2	1.537	1.623	5,6	1.584	1.868	17,9	1.358	1.676	23,4
EE.UU.	361	409	13,3	281	251	-10,7	519	553	6,6	397	343	-13,6
Resto OCDE	311	325	4,5	229	211	-7,9	396	462	16,7	298	383	28,5
OPEP	346	300	-13,3	205	160	-22,0	1.119	1.022	-8,7	738	448	-39,3
COMECON	123	170	38,2	124	85	-31,5	158	140	-11,4	109	70	-35,8
Resto América	150	150	0,0	107	91	-15,0	501	516	3,0	380	246	-35,3
Resto mundo	543	608	12,0	412	294	-28,6	352	512	45,5	386	298	-22,8
<b>Total</b>	<b>3.778</b>	<b>4.104</b>	<b>8,6</b>	<b>2.895</b>	<b>2.715</b>	<b>-6,2</b>	<b>4.629</b>	<b>5.073</b>	<b>9,6</b>	<b>3.666</b>	<b>3.464</b>	<b>-5,5</b>

Fuente: DGA.

mes de enero inmediato. Conforme avanzaba 1986, se fueron desvaneciendo las esperanzas de una rápida recuperación, y ahora, con la incertidumbre que la erraticidad de esta serie impone a su previsión, se considera que se terminará el año con una tasa de variación real fuertemente negativa, del orden del -7,5 %.

Para tratar de entender qué factores han sido los determinantes de esta evolución tan desfavorable, es necesario analizar su comportamiento por separado en los diversos mercados, ya que ha sido muy distinto el desarrollo de cada uno de ellos, y diferente ha sido también la competitividad de nuestros productos en las diversas áreas económicas.

El mercado de países de la CEE es el que, de acuerdo con las previsiones más recientes, registrará en 1986 un crecimiento real más sostenido de su absorción de bienes (6 %, aproximadamente). El mercado norteamericano, aunque más débil, mantendrá una tasa de expansión real próxima al 5 %, mientras que el área de países en vías de desarrollo registrará descensos muy importantes, que fluctúan, según las distintas fuentes de información disponibles, entre el -10 % y el -15 %.

En cuanto a la competitividad, la información disponible muestra una gran moderación en el precio de los productos no energéticos exportados, con tasas de variación que son inferiores, incluso, a los aumentos en los costes de producción. Si se tiene en cuenta que la desaparición de la desgravación fiscal a la exportación ha supuesto la pérdida de una subvención encubierta a los bienes exportados —a lo que habría que añadir, además, los cambios habidos en las condiciones relativas al crédito a la exportación—, se encuentran algunas claves importantes de

la situación. Pero, pese a la moderación señalada en los precios de exportación, la evolución del tipo de cambio nominal de la peseta ha impuesto pérdidas de competitividad muy importantes en los productos dirigidos a Estados Unidos y, en general, a la mayoría de los países en vías de desarrollo, con los que comerciamos en dólares. Por el contrario, no parece que hayan sido relevantes las pérdidas de competitividad en el mercado de la CEE, ya que, dada la evolución del tipo de cambio y teniendo en cuenta que las variaciones en la competitividad afectan a las exportaciones con un cierto retraso, las pérdidas de la primera mitad del año actual están, en cierta medida, compensadas por las ganancias arrastradas del segundo semestre de 1985. Este hecho se confirma también por el comportamiento del índice de tipo de cambio efectivo real frente a las monedas de la CEE, cuya apreciación entre enero y junio de 1986 es, prácticamente, igual a su depreciación en la segunda mitad de 1985.

Todos los factores mencionados explican suficientemente el comportamiento desfavorable de la exportación de productos no energéticos que, como dijimos anteriormente, se estima que puede tener una caída real en el promedio del año actual del -7,5 %. Esta tasa de variación es compatible, aproximadamente, con un crecimiento real del orden del 6 % de las exportaciones a la CEE, con una caída de casi un 13 % en las ventas a Estados Unidos, y, finalmente, con un retroceso superior al 20 % en la exportación a las áreas no desarrolladas.

La conclusión que se deriva del análisis realizado sobre la evolución del comercio exterior en 1986 es que, además de la incidencia concreta de ciertos factores coyunturales —como pueden ser el crecimiento de la demanda final, el comportamiento de los mer-

cados internacionales y la caída de los precios de los productos importados—, los resultados de nuestro comercio exterior se encuentran estrechamente vinculados con la falta de competitividad que aqueja a nuestra economía. En un año en el que se ha iniciado el desmantelamiento del entramado proteccionista y en el que hemos tenido que competir con los productos de otros países sin contar con la protección que en otros momentos ha podido ofrecer el tipo de cambio, las consecuencias para nuestro comercio exterior han sido importantes.

El hecho de que, como ahora veremos, la balanza de pagos por cuenta corriente haya encajado sin ningún problema este juego adverso del comercio exterior en términos reales, no puede hacer olvidar la importancia de los problemas comentados, que, de persistir a medio plazo, dañarían a nuestro aparato productivo.

Como se observa en el cuadro número 2, debido a la evolución favorable de la relación real de intercambios, el *déficit comercial* valorado en pesetas ha mejorado ligeramente en relación con el año precedente, pero, en lo que a su componente no energético se refiere, se ha producido un empeoramiento de más de seiscientos mil millones de pesetas.

Donde la balanza por cuenta corriente ha registrado una mejora importantísima ha sido en los componentes de la *balanza de servicios*: en concreto, en el renglón de turismo y en rentas de inversión.

En cuanto a los ingresos por *turismo* del registro de caja, se espera que terminen el año con un crecimiento superior, en pesetas, al 21 %, lo que supone una tasa de avance real del 10 %, aproximadamente, acorde con los resultados disponibles sobre las estadísticas de movimiento de viajeros. Aunque el deflactor implícito en la comparación anterior es elevado y podría haber afectado a la competitividad del sector, hay que tener en cuenta que en el promedio del año la peseta se habrá depreciado, aproximadamente, un 6 % con respecto a las monedas de los países de la CEE, nuestros principales clientes. Además, los buenos resultados de la campaña turística en el Reino Unido, después de los problemas que se registraron en el año anterior, han proporcionado un importante impulso en el número de visitantes de esta nacionalidad.

Respecto al apartado de *rentas de inversión*, aunque la reducción de su déficit en el conjunto del año no sea especialmente importante, hay que tener en cuenta, por lo que se refiere a su continuidad futura, que se ha empezado a materializar en la segunda

parte del año, cuando se han ido recogiendo los resultados del descenso en el endeudamiento exterior.

La *balanza de transferencias*, por último, verá condicionado su saldo final por el resultado neto que ofrezcan en el año el juego de ingresos y pagos por transferencias públicas con la CEE. Hay que tener en cuenta que en 1986 terminarán de hacerse los pagos a Argelia en concepto de indemnizaciones, por lo que la cifra agregada esconde una evolución favorable de las transferencias privadas.

Según se ha señalado al principio de este apartado, se estima que el conjunto de la *balanza por cuenta corriente* registrará en el año actual un superávit de 737 mil millones de pesetas, equivalente a unos 5.300 millones de dólares. Debido a los movimientos especulativos que se produjeron en el comercio exterior al finalizar el año 1985 —relacionados, como ya se ha dicho, con la desaparición de la desgravación fiscal a la exportación, y, en lo que a los movimientos de caja se refiere, con las expectativas formadas sobre depreciación del tipo de cambio—, la evolución de los datos del comercio exterior del año actual contabilizados en el registro de caja es más favorable que la correspondiente a las estadísticas de Aduanas. Esta es la razón por la que en 1986 no se van a producir diferencias importantes entre el saldo por cuenta corriente en términos de caja y en términos de transacciones, cuando lo habitual en los últimos años era que el registro de caja ofreciera resultados menos favorables.

## 2.2. Demanda nacional

La información recibida en los meses transcurridos desde la elaboración del anterior informe confirma la recuperación experimentada por el conjunto de la demanda nacional y conduce a revisar al alza la valoración inicial que entonces se ofrecía, tanto en lo que se refiere a los resultados que debieron de registrarse en el primer semestre del año, como a las previsiones que cabe aventurar para el conjunto del ejercicio. De estas últimas, cifradas anteriormente en una tasa de crecimiento en términos reales en torno al 4 %, puede estimarse ahora que alcanzarán una tasa superior, que no diferirá sensiblemente del 5 %. Esta cifra, que excede en más del doble a la registrada en el año anterior, es resultado de un primer semestre que, en su conjunto, presenta un balance superior al esperado, y de una información disponible que permite seguir confiando en que, en la segunda mitad del año, la demanda nacional mantendrá un pulso firme.



En lo que respecta al primer semestre, los indicadores disponibles muestran un sostenimiento que ha compensado con creces la relativa atonía con que se inició el año, tras los conocidos adelantos en buena parte de las decisiones de gasto que habían tenido lugar al término de 1985. Esta circunstancia, ya comentada en el anterior informe, minimiza la importancia de la recuperación que la mayor parte de los indicadores ha experimentado en los últimos meses, toda vez que en el cómputo de su evolución se suele seguir un criterio de periodificación basado en años naturales. En cuanto a la segunda parte del año, el habitual retraso de la información económica dificulta el análisis, pero la persistencia de la orientación de la misma política económica en cuyo marco ha tenido lugar la reciente recuperación de la demanda y las recientes medidas orientadas a una mayor contención de los precios industriales y al consumo deben contribuir al sostenimiento de los distintos componentes de la demanda agregada, que se espera alcance así la mayor tasa de crecimiento registrada en los últimos doce años.

Iniciando una breve descripción individualizada de la evolución de los distintos componentes, puede destacarse el fuerte crecimiento del *consumo privado* que, en el conjunto del año, registrará una tasa en términos reales superior al 3 % previsto inicialmente, y que se fija en el 3,8 % en el cuadro macroeconómico presentado en la introducción de esta nota.

Como se señaló en el anterior informe, este crecimiento se apoya en la evolución favorable que este año ofrece la cuenta de renta de las familias, a causa, fundamentalmente, del crecimiento de la remuneración de los asalariados, que se ha visto impulsada simultáneamente por el mayor crecimiento de los salarios monetarios y del empleo asalariado. Los nuevos empleos, particularmente, tanto si proceden de la regularización de una actividad ya ejercida con anterioridad, pero de forma oculta, como si representan una nueva incorporación al mundo del trabajo, originan un incremento de rentas de carácter más estable, que contienen una elevada propensión al consumo. A este efecto directo del incremento de las rentas, se superpone la influencia positiva de los efectos riqueza que han desencadenado la intensa revalorización de ciertos activos reales —y, muy en primer lugar, de las viviendas—, así como las alzas de las cotizaciones bursátiles. Estos efectos han debido desempeñar un importante papel en los incrementos observados en el gasto en bienes de consumo duradero.

La revisión al alza introducida en la evolución previsible del consumo para el conjunto del año se basa

en que el crecimiento registrado por los indicadores disponibles está resultando más intenso y persistente de lo previsto anteriormente. Al propio tiempo, esta revisión incorpora un doble supuesto relativamente favorable sobre la evolución del empleo y de los precios al consumo en los meses todavía no conocidos que restan hasta el final del presente año. Es claro que la consecución de la tasa prevista podría encontrarse comprometida si persistieran las dificultades encontradas para contener el proceso inflacionista, o si los resultados de la EPA para el segundo semestre del año no confirmaran las previsiones de sostenimiento en el crecimiento de la ocupación.

El vigor de la recuperación del consumo privado se manifiesta de un modo especial en el número de vehículos matriculados, que, en los meses actualmente conocidos —enero a agosto—, ha crecido un 14,9 % con respecto al mismo período del año anterior. Confirmando lo señalado anteriormente respecto a la importancia que llegaron a revestir los adelantos de decisiones de consumo que se concentraron en los últimos meses del año precedente, cabe señalar que, incluyendo diciembre en el período de referencia para el cálculo de las tasas de crecimiento, el incremento registrado en los nueve meses transcurridos entre diciembre de 1985 y agosto de 1986, respecto a los correspondientes nueve meses precedentes, alcanza la cifra de 18,4 %.

La producción interior de bienes de consumo ha aumentado moderadamente en el período de enero a mayo, último mes para el que se dispone del índice de producción industrial, que sitúa el crecimiento de este tipo de bienes en una tasa de 2,4 % con respecto al año anterior. La modestia de esta cifra puede estar relacionada con el espectacular desarrollo experimentado por las importaciones de todo tipo de bienes de consumo en los nueve meses del año para los que se dispone de información. Su tasa de variación en términos reales, que en el primer semestre había alcanzado la cifra del 25 % sobre el período correspondiente del año anterior, continuó aumentando en los meses siguientes, llegando a una tasa acumulada del 33 % en el período enero-septiembre. Los crecimientos son mayores en los productos no alimenticios, donde los bienes no duraderos han conocido tasas del orden del 36 %, y los duraderos, del 47 %, sin incluir en esta cifra las fuertes importaciones de automóviles, que aumentaron a un ritmo todavía mayor. Estas tasas traducen la contrapartida negativa que, en términos de aportación al PIB total, lleva incorporado el crecimiento del consumo privado que, en una parte considerable, se está orientando hacia productos importados. Al mismo tiempo, evidencian la mayor concurrencia a que se ven sometidos los productos de fabricación interior y sus impli-

caciones a corto plazo sobre la industria de los sectores de consumo.

La información disponible sobre la evolución de los gastos de *consumo de las administraciones públicas* hace que la estimación actual de esta magnitud esté sujeta a numerosas incertidumbres. Se ha estimado una tasa de crecimiento nominal de la remuneración de los asalariados en torno al 13 %, pero los datos disponibles a través de la EPA, sobre aumento del empleo en el sector —tasa del 11,6 % en el primer semestre sobre igual período del año anterior—, que serían la mejor aproximación al crecimiento real correspondiente, han de considerarse con mucha cautela, debido a que están ocurriendo algunos cambios en la consideración de determinados asalariados de las corporaciones locales. En todo caso, a la vista de estas cifras, la estimación de un crecimiento real del total del consumo público en torno al 3,5 % para el promedio del año parece compatible con la tasa monetaria estimada para las remuneraciones, ya que supone un aumento del sala-

rio medio por persona, ligeramente superior al 9 %; incluso puede considerarse como una valoración prudente, teniendo en cuenta que la tasa de crecimiento nominal que se prevé para el otro componente del consumo público —las compras de bienes y servicios— será superior (1), y su deflactor, menor, por tratarse, en su mayoría, de bienes importados.

La *formación bruta de capital* ha continuado mostrando síntomas de recuperación, favorecida por el saneamiento de las empresas en su estructura financiera y por el consiguiente reflejo positivo en la evolución de sus beneficios, así como por el descenso de los tipos de interés, en un marco de política monetaria poco restrictiva.

En lo que respecta a la inversión en *bienes de equipo*, es sabido que no se dispone de indicadores directos. No obstante, la producción interior de este tipo de bienes es el componente del índice de producción industrial que, hasta el mes de mayo —último dato disponible—, había registrado la mayor tasa de crecimiento: 6,2 % sobre el mismo período del año anterior. Pese a la poca fiabilidad que merece la evolución del IPI, parece significativo que su mayor expansión se centre en este tipo de bienes, especialmente en un ejercicio como el presente, en el que nuestras exportaciones de bienes de equipo muestran un comportamiento negativo en términos reales.

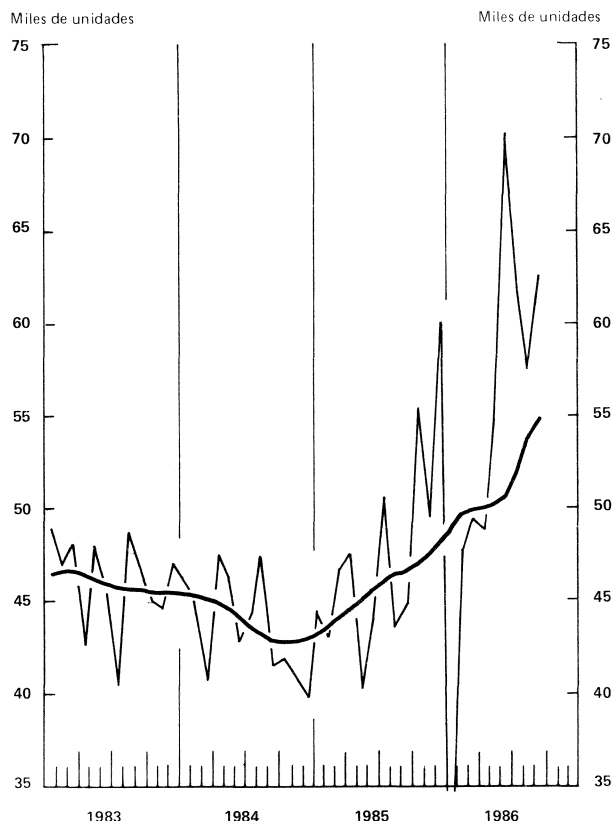
Las matriculaciones de vehículos de carga, con datos hasta agosto, aumentaron a una tasa de 21,7 % sobre el mismo período del año anterior, que alcanza el 28,5 % cuando se calcula incluyendo diciembre en el período de referencia, lo que representa crecimientos de una magnitud realmente excepcional.

Las importaciones de maquinaria han aumentado su ritmo de crecimiento. Mientras en el conjunto del primer semestre se habían incrementado a una tasa del 8 % en términos reales, el crecimiento acumulado al final del tercer trimestre ascendía al 13 %, aproximadamente, siempre sobre el mismo período del año anterior.

El conjunto de esta información fragmentada y la persistencia de los factores favorables que han alentado su desarrollo hacen pensar que la inversión total en bienes de equipo cerrará el año con una importante tasa de crecimiento, que puede alcanzar el 12 %.

## 2. Matriculación de automóviles

Serie desestacionalizada y tendencia

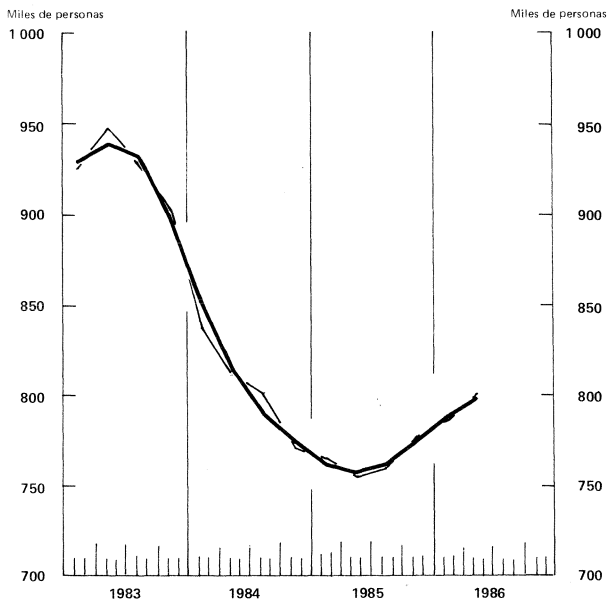


Fuente: Dirección General de Tráfico.

(1) Adviértase que se trata de las compras de bienes y servicios, definidas según la metodología de la Contabilidad Nacional.

### 3. Ocupados en construcción

Serie desestacionalizada y tendencia



La inversión en *construcción*, tras el importante crecimiento registrado en el último semestre del año anterior, también ha mantenido un fuerte ritmo de crecimiento en el primer semestre de 1986, después del cual se esperaba cierta tendencia a la desaceleración, como consecuencia de las desfavorables expectativas existentes respecto de la inversión en obra pública.

Sin embargo, la incompleta información existente sobre el tercer trimestre del año y, en particular, la evolución registrada por la licitación pública apuntan al mantenimiento de los ritmos de crecimiento anteriores, aconsejando revisar al alza las previsiones de crecimiento del sector para 1986, que se situará en tasas superiores al 5%.

En efecto, las licitaciones, tras mostrar una incipiente tendencia negativa en el último trimestre del año pasado y primeros meses de éste, experimentaron una importante recuperación en los dos trimestres siguientes, dando un nuevo impulso a la inversión en obra pública, que, de este modo, y pese a las desfavorables expectativas existentes a principios de año, se ha mostrado como el subsector con un comportamiento más expansivo en los tres primeros trimestres de este año, si bien con un ritmo de crecimiento sensiblemente inferior al que registrara en 1985. El subsector vivienda continúa el proceso de recuperación iniciado en la última parte del año anterior, favorecido, sin duda, por el desplazamiento de recursos privados hacia este activo, inducido por el

tratamiento fiscal y por la evolución de la rentabilidad de los activos financieros, así como por las desgravaciones fiscales que benefician a la adquisición de viviendas. No obstante, se observa cierta desaceleración del ritmo de crecimiento en la segunda parte del año, consecuencia de la desfavorable evolución de las viviendas de promoción pública.

En cuanto a la construcción no residencial privada, la información disponible apunta al mantenimiento de la tendencia positiva que este sector viene manteniendo desde el año anterior.

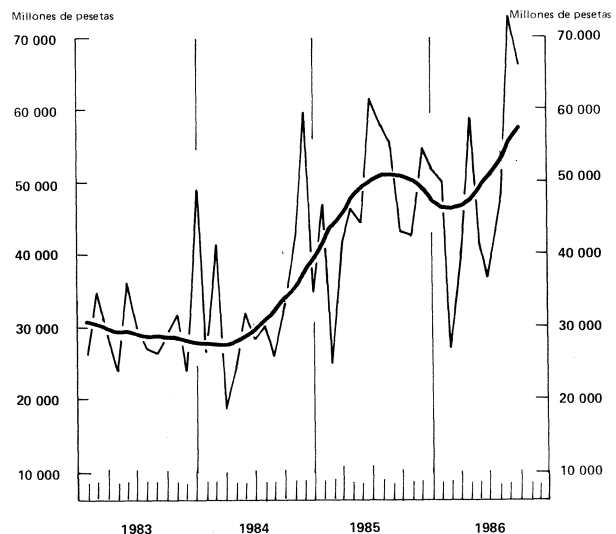
Por último, el total de la formación bruta de capital se verá incrementado por un proceso de reposición de *existencias* que, en el conjunto del ejercicio, se espera que alcance cierta importancia. El crecimiento registrado de la demanda nacional, después de tantos años de estancamiento, genera por sí mismo una necesidad de reposición de *stocks* que, en este año, se ha visto adicionalmente alentada por el proceso de apertura al exterior de nuestra economía y por el descenso en los precios de importación. En este sentido, hay que tener en cuenta que la llegada de nuevos productos procedentes del exterior implica todo un mecanismo de creación de canales de distribución en el mercado nacional, que impulsa un proceso como el mencionado.

### 2.3. Producción

La evolución de la actividad productiva que se va perfilando a medida que avanza el año apunta hacia

### 4. Licitación pública

Serie desestacionalizada y tendencia



un deterioro superior al inicialmente esperado en las cuentas del sector agrario y a una recuperación de la construcción que tal vez sobrepase las expectativas anteriores, pese a que éstas ya podían calificarse de positivas. La industria y especialmente los servicios crecerán a un ritmo algo más fuerte que el año anterior, aunque la falta de información directa y los notables y crecientes retrasos en las pocas fuentes disponibles dificultan los intentos de estimaciones precisas.

Se estima que el valor añadido generado en el *sector primario* retrocederá, en el presente año, en torno a un 6 % respecto al registrado en el anterior, restricción de oferta que, ante las elevadas disponibilidades nominales de gasto, se ha traducido en fuertes alzas de los precios de los alimentos, según se comenta más adelante.

Esta caída de la producción descansa en el fuerte retroceso de la producción agraria, afectada por las desfavorables condiciones climáticas registradas a lo largo del año, sobre todo en cereales, patata y algunas frutas, pues la ganadería parece estancada, pese al notable crecimiento que se observa en la producción de carne bovina, y la pesca retrocederá moderadamente, debido a la negativa evolución de los desembarcos de pescado fresco.

El valor añadido de la *industria*, excluida la construcción, tiene su principal indicador en el índice de producción industrial (IPI), que, como ya se ha señalado anteriormente, sólo se conoce hasta mayo. La experiencia reciente muestra, además, que los datos mensuales del IPI se ven sometidos a fuertes revisiones cuando aparece la información completa sobre trimestres naturales, lo que todavía agrava más la penuria informativa actual sobre el sector. El crecimiento acumulado en los cinco meses disponibles es del 2,9 %, con respecto al mismo período del año anterior.

Los consumos de energía eléctrica para usos industriales, que mostraron cierta fuerza en los dos primeros meses del año, registran una gran debilidad desde marzo, cerrando el primer semestre con un crecimiento inferior al 1 % sobre el mismo semestre del año anterior, y manteniendo esa atonía en los tres meses siguientes. Está fuera de toda duda que esta evolución se halla dominada por los descensos registrados en los consumos de algunos sectores industriales altamente intensivos en la utilización de energía eléctrica. Utilizando información sobre consumos sectoriales facilitada por UNESA, en el Banco de España se están realizando estimaciones que ponderan los diferentes consumos según la contribución de los sectores respectivos al valor añadido indus-

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

	Tasas de crecimiento			
	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)	2,9	2,4	6,2	2,8
<b>1984 (a)</b>				
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
<b>1985 (a)</b>				
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	8,7	74,9	4,2
<b>1986 (a)</b>				
I TR	-8,2	-10,5	-27,0	-14,8
II TR (b)	26,3	38,2	34,2	24,9

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Último dato disponible: mayo.

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

Fuente: INE.

trial total. Los primeros resultados provisionales conducen a incrementos de actividad del 3,1 % en el conjunto del primer semestre, que se han mantenido con muy ligeras fluctuaciones a lo largo del tercer trimestre. En el conjunto del período enero-septiembre, el crecimiento respecto al año precedente es del 3,2 %.

La encuesta de coyuntura del MINER, con datos hasta agosto, también registra una tendencia al alza en las opiniones sobre producción industrial de los últimos meses disponibles.

Estos indicadores, unidos a la favorable evolución del empleo industrial que recoge la Encuesta de Población Activa en los dos trimestres iniciales del año —únicos disponibles—, reflejan un ritmo de actividad industrial más sostenido que en los años precedentes.

Respecto al sector de la *construcción*, ya se ha señalado por el lado de la demanda la evolución positiva registrada por el sector en el primer semestre de este año, así como la mejoría en las expectativas de crecimiento en el segundo semestre.

Cabe destacar el importante crecimiento registrado por el consumo aparente de cemento, que, en los siete primeros meses y sobre el mismo período del año anterior, registra una tasa de aumento del 12,8 %, mientras que la ocupación en el sector ha

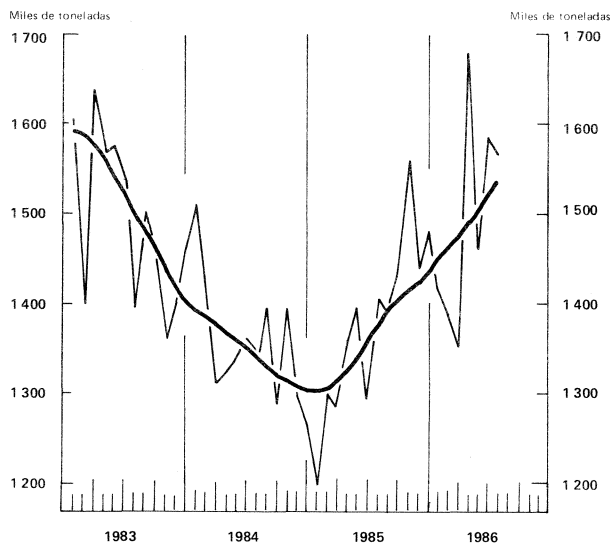
crecido en un 4,3% en los dos primeros trimestres de este año.

Respecto a la contratación de nueva obra, se señala la evolución relativamente sostenida de la licitación pública, que, en los nueve primeros meses y respecto del mismo período del año anterior, ha experimentado un crecimiento del 2,7%, mostrando en los dos últimos trimestres tasas de crecimiento muy importantes. Por su parte, el número de viviendas iniciadas en los ocho primeros meses del año muestra un descenso del 2,9%, como consecuencia de una caída del 85% por parte de las iniciaciones de promoción pública, mientras que el número de iniciaciones de promoción privada ha aumentado en un 10%, siendo de destacar la favorable evolución que viene registrando la vivienda libre, con un aumento de las iniciaciones cercano al 16%.

Esta evolución de los indicadores de contratación permite prever el mantenimiento, en la segunda parte del año, de ritmos de crecimiento cercanos a los registrados en el primer semestre, estimándose para el conjunto del año una tasa de crecimiento superior al 5% en el volumen de actividad del sector. El importante crecimiento que viene experimentando el consumo aparente de cemento, así como que sean los sectores menos intensivos en mano de obra los que están registrando una mayor expansión, hace prever una tasa de crecimiento para el valor añadido generado por el sector, algo inferior al incremento de la inversión correspondiente.

### 5. Consumo aparente de cemento

Serie desestacionalizada y tendencia



Los *servicios* vienen manteniendo un ritmo de actividad creciente, que se ha traducido en una importante generación de empleo, la cual, con datos correspondientes al segundo trimestre, se puede cifrar en 220.000 personas respecto al cuarto trimestre del año anterior, y en 357.000 respecto al segundo. Esta aceleración conduce a estimar que el valor añadido en términos reales generado en el sector habrá crecido, al cerrar el período, a una tasa superior al 3%.

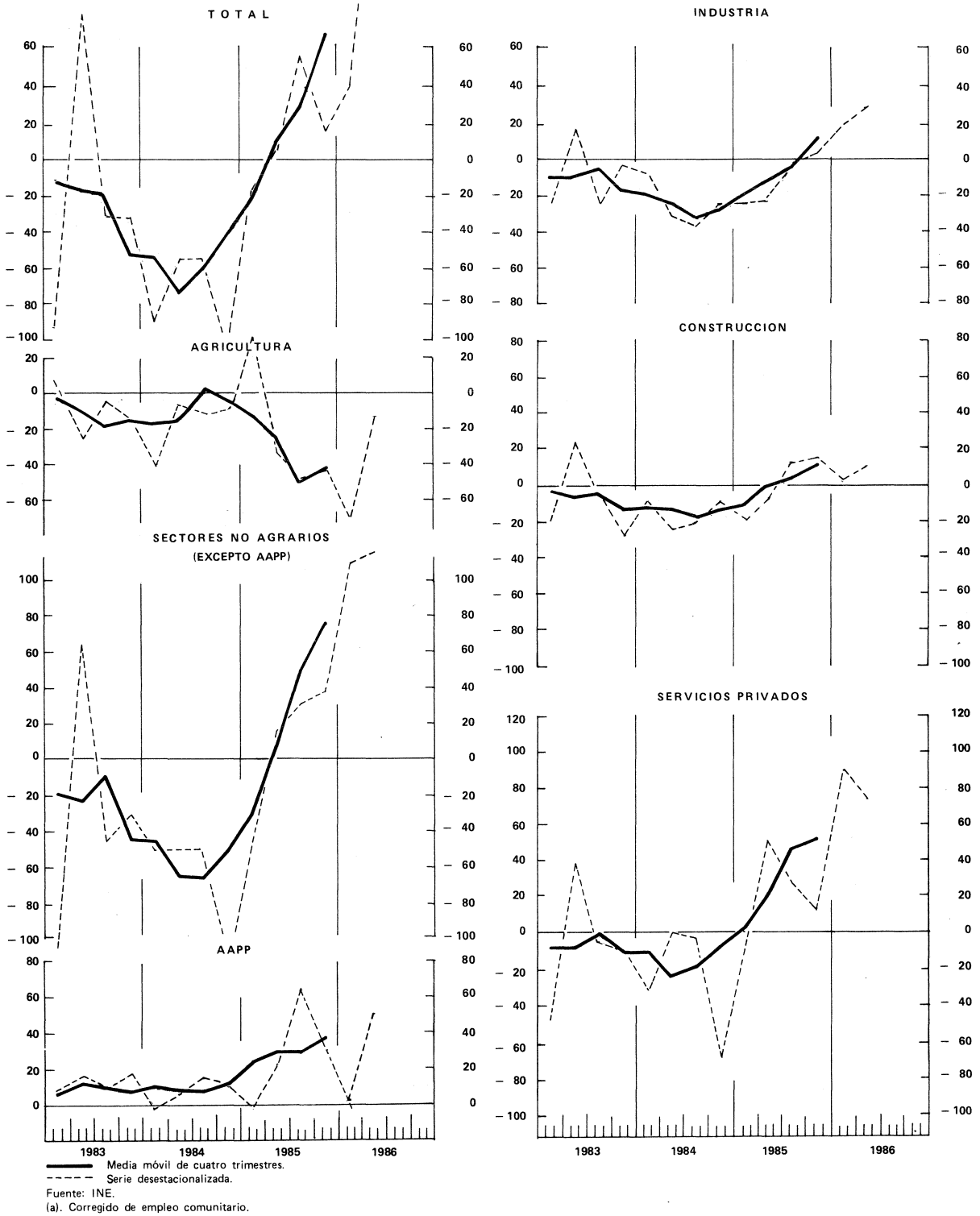
Este comportamiento positivo ha tenido carácter generalizado entre los diversos subsectores. Así, la evolución del empleo en el comercio y en la hostelería viene avalada por el fuerte crecimiento que experimentan las ventas en grandes almacenes y el número de extranjeros entrados en el país; en transportes y comunicaciones, se observa un notable incremento en el tráfico, tanto de pasajeros como de mercancías, así como en el consumo de gas-oil para automoción, mientras que el subsector de otros servicios personales y a las empresas continúa dando muestras de dinamismo. En conjunto, el nivel de empleo en los servicios privados se ha expandido en un 4,9% en el primer semestre sobre igual período del año anterior. Los servicios de las AAPP no destinados a la venta, por su parte, han debido de crecer, asimismo, notablemente en el año. Aunque, como ya se señaló antes, los resultados de la EPA sobre evolución del empleo asalariado en el sector público posiblemente sobrevaloran su ritmo de crecimiento, toda la información disponible apunta a un comportamiento netamente expansivo de esta rama de los servicios.

### 3. Empleo

La característica más notable del comportamiento del mercado de trabajo en el presente año es la intensa recuperación del nivel de empleo tal como se exponía en el artículo monográfico incluido en el *Boletín Económico* correspondiente al mes de octubre, al que conviene remitirse para un análisis más detallado, dada la ausencia de nueva información relevante.

En el primer semestre del año, los ocupados en sentido estricto aumentaron, según la EPA, en 170.000 personas, lo que implica una creación neta de empleo de 275.000 puestos de trabajo en los cuatro últimos trimestres para los que se dispone de datos. Estas cifras son, por sí solas, suficientemente ilustrativas del importante cambio de tendencia en el comportamiento del empleo en la economía española, que constituye, sin duda, el rasgo más importante de su evolución reciente; y ello, aun aceptando

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



que una parte de la mejora en las cifras de la EPA pueda ser mera afloración de empleo ya existente que se ocultaba a los entrevistadores, y que surge a medida que se legalizan situaciones al amparo de una legislación laboral más flexible. Si se tiene en cuenta que, además, el sector primario ha continuado expulsando mano de obra a ritmos incluso mayores que en el pasado, se comprende la importancia del fenómeno de creación de empleo en los sectores no agrarios, que, en los últimos cuatro trimestres, asciende a 447.000 puestos de trabajo. Esta evolución favorable ha tenido un carácter general en todos los sectores no agrarios, aunque ha sido más significativa en el de servicios.

El crecimiento neto del empleo no agrícola, a pesar de su importancia cuantitativa, no se ha materializado en un descenso del paro igualmente significativo —su retroceso fue de 50.000 personas en el primer semestre y de tan sólo 3.000, si, para evitar problemas de estacionalidad, se mide a lo largo de los cuatro últimos trimestres—, debido al aumento de la población activa que, en el primer semestre, se cifra en 100.000 personas, y a la mencionada expulsión de mano de obra desde la agricultura. La salida de trabajadores desde el sector primario hacia el resto de la economía, que continuará a medio plazo hasta alcanzar *ratios* de empleo agrario respecto al total similares a los vigentes en los países de nuestro entorno, y los crecimientos de la población activa, que seguirán produciéndose hasta que la caída de la tasa de natalidad se traslade a edades de acceso al mercado de trabajo, hacen necesario un crecimiento elevado y sostenido de la demanda de trabajo en los sectores no agrarios de la economía para su neutralización. En ese sentido, el aumento reciente de las cifras de paro registrado y el comportamiento esperado del mismo para el conjunto del año que, probablemente, registrará una tasa de crecimiento positiva, no es, en absoluto, incompatible con un cambio favorable en la tendencia del empleo. En todo caso, las cifras de paro registrado, por su propia condición de registro, tienen una dinámica a corto plazo distinta de la de la encuesta.

Por último, es importante insistir en el papel que, en la evolución de las macromagnitudes fundamentales del mercado de trabajo, ha debido de desempeñar el crecimiento de las colocaciones acogidas a los programas de fomento del empleo, cuya magnitud absoluta sigue siendo importante en relación con las cifras de creación neta de puestos de trabajo en el conjunto de la economía —en los siete primeros meses del año, la cifra registrada de colocaciones acogidas a tales programas asciende a 758.240—, aunque su ritmo de crecimiento se está, lógicamente, desa-

celerando, tras el intenso aumento registrado a lo largo de 1985.

#### 4. Precios, costes y rentas

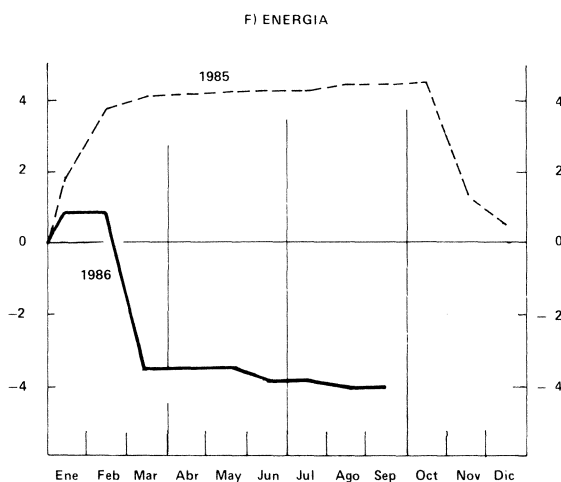
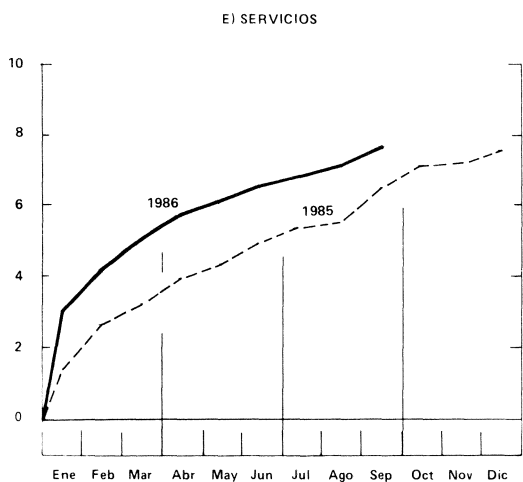
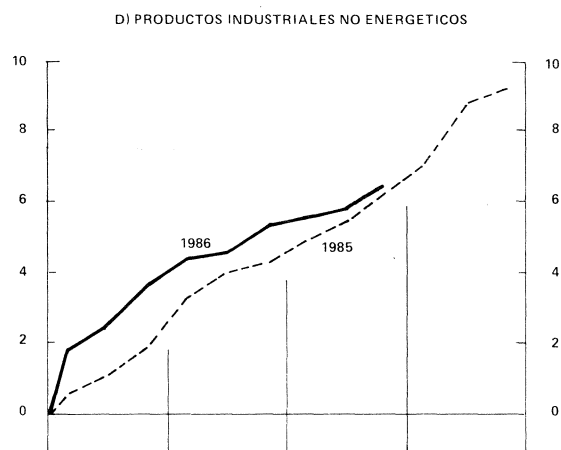
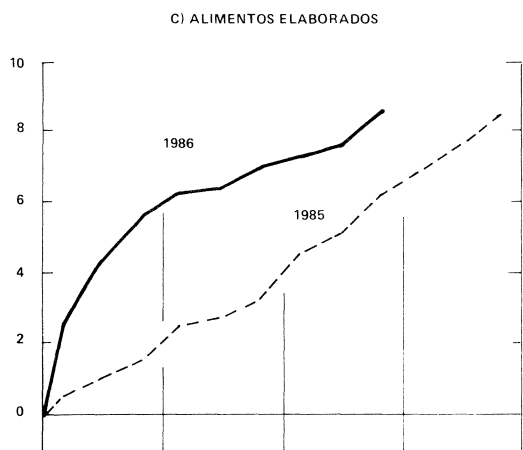
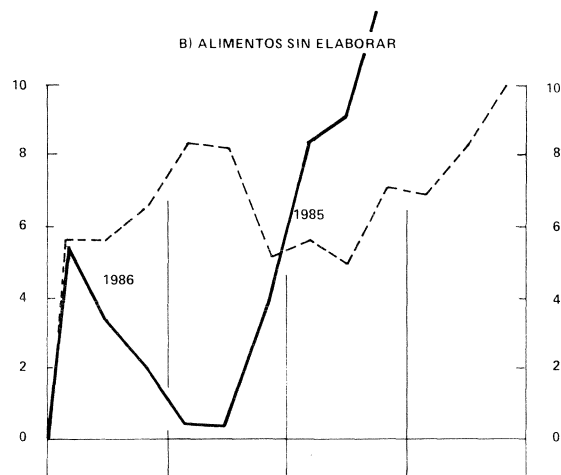
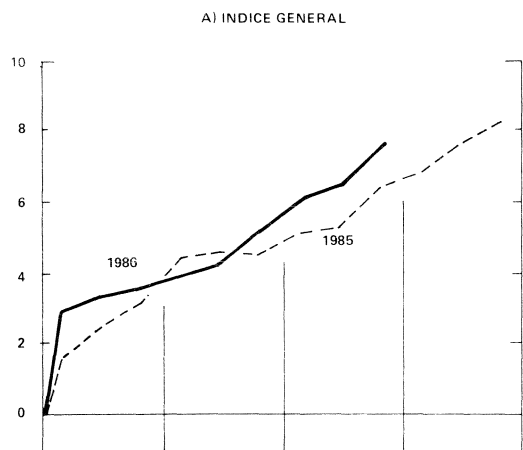
El incremento en un 1,1 % en el IPC durante el mes de septiembre ha venido a confirmar la desfavorable evolución de los precios que se viene manifestando desde el pasado mes de junio (1). En la parte transcurrida del año, se pueden distinguir tres etapas diferenciadas. El mes de enero se caracterizó por un comportamiento fuertemente alcista —registrándose un incremento en el IPC del 2,9 %—, como resultado del primer impacto de la instauración del IVA. En los meses posteriores, por el contrario, se registraron tasas moderadas de crecimiento, de forma que, en el período febrero-mayo, la tasa de incremento medio mensual se situó en un 0,3 %. A partir de entonces, sin embargo, las tasas de crecimiento intermensual fueron, salvo en el mes de agosto, sistemáticamente elevadas. Así, en el período junio-septiembre, la tasa acumulativa media de crecimiento del IPC fue del 0,8 %, llegándose a alcanzar en los nueve primeros meses un crecimiento acumulado del 7,6 %, que ya se situaba a sólo cuatro décimas del objetivo de inflación fijado para todo el año.

Esta evolución resulta especialmente desfavorable si se tiene en cuenta el contexto internacional de moderación de los precios. El diferencial de inflación de España con respecto al conjunto de países de la CEE —medido a través de las tasas de crecimiento de los índices de precios de consumo en los últimos doce meses— ha pasado de 2,3 puntos en diciembre de 1985 a 6,5 puntos en agosto de 1986, mientras que el diferencial de inflación con el conjunto de países miembros de la OCDE ha pasado de 3,8 puntos a 7,1 puntos en el mismo período.

---

(1) A la hora de cerrar esta nota, se ha recibido el dato del IPC del mes de octubre, que registra un crecimiento del 0,4 % respecto del mes precedente, resultado en línea con lo esperado —los modelos ARIMA predecían un crecimiento del 0,5 %—, aunque algo más favorable, debido al buen comportamiento del componente alimenticio, que crece sólo un 0,1 %. Estas cifras no modifican de forma significativa las previsiones para el IPC global —entre el 8,5 % y el 9,0 %, dependiendo del comportamiento impredecible de los alimentos no elaborados y teniendo en cuenta el efecto esperado del descenso del precio de determinados productos petrolíferos en noviembre— y confirman los rasgos básicos de su evolución, que se describen en esta nota: excesiva errática de los precios alimenticios y síntomas de agotamiento en el proceso de desaceleración de los no alimenticios.

## 7. Precios de consumo



Fuente: INE.



Para valorar adecuadamente este rebrote de las tensiones inflacionistas, es necesario considerar tanto la evolución de los diferentes componentes del IPC —que, como puede verse en el gráfico adjunto, ha sido muy desigual— como los diversos factores que han condicionado la evolución de los precios.

En el análisis por componentes, la evolución más favorable corresponde a los precios de los productos energéticos, que en los nueve primeros meses del año registraron un descenso acumulado del 4,1 %, frente al incremento de 4,4 % en el mismo período del año anterior. Este descenso, que se verá reforzado en los datos del mes de noviembre por el efecto de una nueva modificación de los precios administrados de algunos productos energéticos —cuya incidencia se estima en una reducción de 0,35 puntos en la tasa de variación del IPC—, no se corresponde, como se verá más adelante, con la intensidad del abaratamiento de los precios en pesetas de las importaciones energéticas.

Las tensiones alcistas más fuertes se han localizado en el componente de los alimentos sin elaborar. Estos precios han mostrado una notable erraticidad a lo largo del año, contribuyendo de forma decisiva al perfil del IPC global que se ha comentado anteriormente. En el mes de enero, se registró un crecimiento intermensual del 5,4 %, que en gran parte fue absorbido por las tasas negativas que predominaron

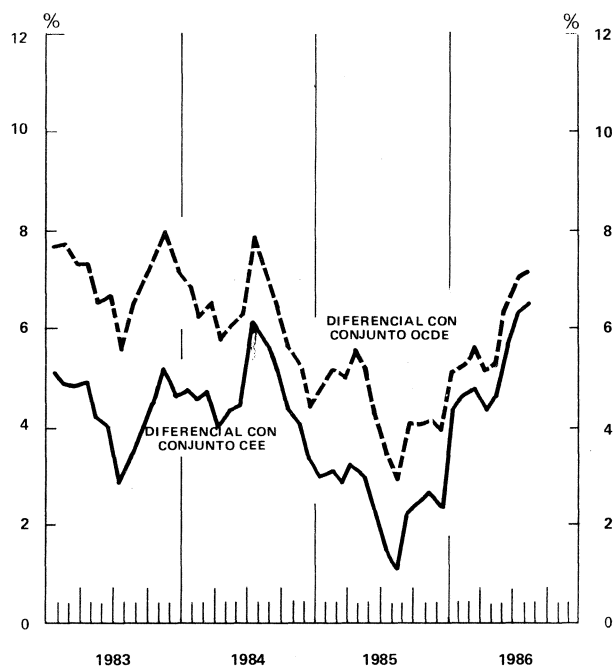
en los meses posteriores, de modo que en el mes de mayo la tasa de crecimiento acumulado era sólo del 0,4 %. Sin embargo, a partir del mes de junio, se han registrado subidas muy intensas y persistentes (3,4 % en junio, 4,3 % en julio, 0,7 % en agosto y 3,5 % en septiembre), que en los nueve primeros meses han colocado la tasa de crecimiento acumulado en el 13,0 %, que equivale a un crecimiento anual, calculado sobre las series desestacionalizadas, del 18,8 %. Estas bruscas perturbaciones de los precios de los alimentos sin elaborar pueden estar parcialmente relacionadas con las expectativas de precios generadas por el ingreso en la CEE y con ciertos factores climatológicos adversos que han determinado malas cosechas en algunos productos. Sin embargo, no se trata de un fenómeno nuevo. En diversos informes y análisis del Banco de España, se ha insistido en la fuerte contribución que este componente ha venido prestando a la variabilidad de los precios relativos. Este comportamiento, que refleja importantes elementos de rigidez, ha desempeñado un papel decisivo en la resistencia a la reducción de la inflación que ha caracterizado a la economía española en los últimos años. Debe tenerse en cuenta que las desviaciones alcistas de los precios de los alimentos sin elaborar terminan por trasladarse, con algunos retrasos, al núcleo subyacente de la inflación interior.

El resto del IPC, formado por los precios de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos, que podría considerarse un reflejo más adecuado del núcleo inflacionista básico de la economía española, tampoco ofrece un balance satisfactorio. Este componente ha registrado un crecimiento acumulado del 7,5 % en los nueve primeros meses del año, mostrando síntomas muy claros de agotamiento en el proceso de desaceleración.

Dentro de este componente, los precios de los alimentos elaborados son los que han registrado el comportamiento más inflacionista, alcanzando un crecimiento acumulado del 8,6 %, frente al 6,4 % en el mismo período del año anterior. Le siguen en importancia las subidas de los precios de los servicios, con una tasa de crecimiento acumulado hasta septiembre del 7,6 %, frente al 6,4 % del último año. Los precios de los bienes industriales no energéticos son los que han mostrado mayor moderación en la parte del año para la que se dispone de información, alcanzando un crecimiento acumulado del 6,5 %, muy similar al 6,3 % del año anterior.

La moderación del componente de los bienes industriales no energéticos del IPC constituye prácticamente la única nota positiva en la evolución de los precios interiores durante 1986. Los precios de estos productos parecen haberse beneficiado en mayor

### 8. Diferenciales de inflación



medida del abaratamiento de las importaciones energéticas. Pero este comportamiento apunta a otros factores que pueden revestir cierta significación para el análisis de los precios. Por un lado, hay que tener en cuenta que la favorable evolución de este componente del IPC refleja sólo parcialmente la extraordinaria moderación que vienen mostrando el índice de precios industriales al por mayor, en general, y el subgrupo de bienes de consumo, en particular. En los ocho primeros meses del año, el componente de bienes de consumo del índice de precios industriales ha experimentado un crecimiento acumulado del 2,5 %. Aunque se han realizado algunos cambios en el sistema de contabilización de estos precios, que pueden haber afectado a su tasa de crecimiento, caben pocas dudas sobre el carácter extraordinariamente moderado de las subidas de los precios franco-fábrica de los bienes industriales. Así, la brecha entre el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales de consumo, que refleja el comportamiento en origen, libre del efecto de la imposición indirecta, y el crecimiento del componente de los bienes industriales no energéticos del IPC alcanza 4,5 puntos en términos de la tasa de crecimiento anual, y podría reflejar que el impacto de la instauración del IVA sobre los precios finales tal vez sea superior al que se deduce mediante otras formas de aproximación.

Por otro lado, la mayor moderación de los precios industriales, unida al encarecimiento de los alimentos en general, supone un movimiento de precios relativos, que pudiera estar vinculado tanto a la liberalización comercial que se inicia con la adhesión a la CEE como a las expectativas de precios que ha podido generar.

El proceso de inflación anteriormente descrito ha ocurrido en un marco de influencias de signo contrario en la determinación de los *costes* medios de producción. Los precios en pesetas de los productos importados han tenido una evolución marcadamente desinflacionista. Tanto la evolución de los precios internacionales —sobre todo, de los crudos y otras materias primas— como la evolución del tipo de cambio de la peseta se han traducido en fuertes descensos de estos precios. Así, se prevé una caída en el deflactor de las importaciones de bienes y servicios, en 1986, del 14,3 %, frente al aumento del 4,5 % estimado para el año anterior. Sin embargo, este impulso deflacionista no ha sido transmitido completamente hacia los precios interiores, ya que una parte del abaratamiento de la energía importada ha sido absorbida en un aumento de la carga fiscal de los productos derivados del petróleo, con el fin de reducir el déficit público. A pesar de ello, los precios de las importaciones han contribuido favorablemente a

## 7. Otros indicadores de precios

Tasas de variación

	Índice de precios industriales (a)				Índice de precios percibidos por los agricultores (b)
	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	1,8 (c)	4,9 (c)	6,6 (c)	-1,2 (c)	7,2 (d)
<b>1985</b>					
I TR	12,9	7,6	7,0	20,7	18,4
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
<b>1986 (e)</b>					
I TR	-3,4	3,9	3,5	-11,0	-1,3
II TR	-	3,7	4,6	-3,7	9,9
III TR	1,2	3,4	5,7	-1,0	82,1

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

la evolución del indicador de costes, pasando de aportar 0,7 puntos a su tasa de crecimiento en 1985, a una aportación negativa que puede cifrarse en 1,3 puntos en el presente año.

El efecto moderador de la inflación que cabe atribuir al componente exterior de los costes ha sido, sin embargo, compensado por el componente interior de los mismos. El cambio en el sistema de imposición, que ha acompañado a la instauración del IVA, ha tenido un efecto directo sobre los costes, debido tanto al aumento de la carga fiscal soportada por algunos productos como al posible incremento de los márgenes comerciales, asociado a importantes rigideces y asimetrías. La recaudación de los impuestos indirectos está creciendo, en la parte transcurrida del año, a un ritmo muy fuerte, alcanzando una tasa del 55 %, lo que podría significar una aportación directa al indicador global de costes de 1,5 puntos. Esta estimación se refiere exclusivamente al efecto que se deriva del simple aumento de la carga fiscal, y a ello habría que añadir el posible efecto del aumento de los márgenes comerciales.

Los precios de los *inputs* de origen agrario y de los costes del factor trabajo han contribuido también desfavorablemente a la evolución del indicador global de costes. Los precios agrarios han aumentado su contribución desde 1,4 puntos en 1985 a 1,8 puntos en 1986, mientras que los costes unitarios del trabajo lo han hecho desde 3,3 puntos en 1985 a

4,5 puntos en el presente año. Ya se ha referido con algún detenimiento la desfavorable evolución de los precios de algunos productos de origen agrario; es necesario, sin embargo, prestar alguna atención a la evolución de los costes laborales.

Todos los indicadores disponibles sobre los *salarios* muestran de forma inequívoca una clara tendencia a la aceleración de esta variable, que rompe con la evolución dominante en los últimos años. El incremento medio de los salarios pactados en los convenios colectivos se sitúa en el 8,2 %, frente al 7,4 % en el año anterior. Esta estadística no recoge el efecto de la aplicación, a principio de año, de la cláusula de revisión automática establecida para 1985 y a la que cabría atribuir 0,6 puntos de incremento medio adicional. La encuesta de salarios refleja una evolución muy similar. Las ganancias medias por persona crecieron durante el primer semestre de 1986, con relación al mismo período del año anterior, a una tasa del 10,4 %, mientras que durante el año pasado el ritmo de crecimiento anual fue de 9,3 %. Las ganancias medias por hora crecieron, en el mismo período de 1986, un 10,1 % frente al 9,8 % del año anterior. El índice de ganancias medias por persona deflactado por el IPC refleja, durante el primer semestre de 1986, una mejora del poder adquisitivo de un 1,7 %, en relación al nivel medio de 1985. La importancia que las nuevas fórmulas de contratación laboral está

teniendo en la fuerte recuperación del empleo obliga a revisar ligeramente a la baja estas estimaciones a la hora de proyectarlas sobre el conjunto de los asalariados del sector privado no agrario. Los salarios agrícolas están registrando, con datos hasta agosto, un ritmo de crecimiento anual del 8 %, mientras que el coste salarial en la construcción está creciendo, con datos hasta julio, a un 6,2 %.

La información que proporcionan estos indicadores, unida al crecimiento de la remuneración de los asalariados en las AAPP, que puede cifrarse en un 13,0 %, permite estimar el crecimiento del coste laboral por persona, en el conjunto de la economía nacional, en un 8,4 %. La previsible entrada en vigor de la cláusula de revisión salarial automática para el año 1986, vinculada a una inflación acumulada del 8,0 %, podría reforzar la tendencia negativa de los costes del trabajo, dificultando considerablemente su necesaria desaceleración.

Por su parte, el crecimiento anual de la productividad media observada del trabajo se verá considerablemente reducido durante 1986. Para el conjunto del año, se estima una tasa media del 1,0 %, que contrasta fuertemente con las tasas de crecimiento de años anteriores: 4,2 % en 1984 y 3,1 % en 1985. Esta fuerte desaceleración de la productividad media observada del trabajo indica que el crecimiento del em-

## 8. Indicadores salariales (Ø) (a)

	Ganancia media por hora	Ganancia media por persona	Salarios pactados en convenios	Jornales agrícolas	Coste salarial en la construcción
<b>1983</b> Ø	15,2	13,7	11,4	9,0	12,3
<b>1984</b> Ø	12,4	9,9	7,7	8,8	10,6
<b>1985</b> Ø	9,8	9,3	7,4	9,2	7,4
<b>1986</b> Ø	10,0 (b)	10,6 (b)	8,2 (c)	8,1 (c)	6,2 (d)
<b>1984</b>					
I TR	14,1	14,2	7,7	11,7	12,1
II TR	14,2	10,2	7,8	11,2	10,3
III TR	10,4	7,0	7,2	7,0	10,0
IV TR	11,0	8,6	7,4	5,8	9,8
<b>1985</b>					
I TR	12,7	9,6	7,4	7,6	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
<b>1986</b>					
I TR	12,7	10,1	8,2	9,1	5,7
II TR	7,7	10,6	8,0	7,4	6,3
III TR	10,0 (b)	11,4 (b)	8,1	7,8	6,8 (d)

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

(b) Último dato disponible: media móvil mayo, junio y julio.

(c) Último dato disponible: septiembre.

(d) Último dato disponible: julio.

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

pleo, al margen de su posible sobrevaloración por la EPA, a la que antes se aludió, no se explica exclusivamente por el dinamismo de la producción. La moderación de los salarios y las medidas flexibilizadoras del mercado de trabajo han influido decisivamente, aunque con ciertos retrasos, en la recuperación del nivel de ocupación.

La reducción en el ritmo de crecimiento de la productividad, fruto, en cierta medida, de los resultados positivos cosechados por la política de ajuste y saneamiento, repercute, sin embargo, negativamente sobre la evolución de los costes unitarios del trabajo. Así, esta variable aumentará su tasa de variación en 1986, pasando del 5,4 % de 1985 al 7,3 %.

La trayectoria alcista del componente interior de los costes medios de producción ha neutralizado por completo el efecto beneficioso del descenso de los precios en pesetas de los productos importados, de forma que el indicador global de los costes de producción ha podido experimentar un incremento de medio punto en su tasa de variación anual. Este comportamiento alcista se ha visto, además, reforzado por la intensa presión de la demanda nacional, que en algunos mercados se ha podido enfrentar a importantes rigideces por el lado de la oferta, y por una cierta holgura de la política financiera en la primera parte del año.

En el análisis de la generación de las rentas, se mantienen los principales rasgos del panorama trazado en el boletín de los meses de julio y agosto. El aspecto más destacado lo constituía, ya entonces, la evolución expansiva de la remuneración de los asalariados. Los datos de la EPA correspondientes al segundo trimestre de 1986 han contribuido a revisar en un sentido más expansivo la estimación de la tasa de crecimiento de esta rúbrica. Con los últimos datos de empleo, se puede esperar un crecimiento medio del volumen de asalariados en torno al 4 %, lo que coloca el crecimiento de la remuneración de los asalariados para el conjunto de la economía nacional por encima del 13,0 %, frente al 8,4 % del año anterior y el 7 % de 1984. Este comportamiento supone un crecimiento de estas rentas, en términos reales, superior a los 4 puntos, fenómeno que contrasta marcadamente con los descensos, en términos reales, de la masa salarial que habían prevalecido en la economía española desde 1977, debido al comportamiento negativo del empleo.

En los últimos años, el descenso neto del empleo había venido actuando contractivamente sobre la generación de la renta de las familias. Sin embargo, en 1986, la recuperación de esta variable ha colaborado por primera vez, desde 1977, al crecimiento de la

renta disponible de las familias en términos reales, y, consecuentemente, al crecimiento del consumo privado y de la demanda nacional. Puede afirmarse que la mejoría en la situación del mercado de trabajo está empezando a contribuir de manera sólida y potencialmente duradera al sostenimiento de la demanda interna. Esta forma de crecimiento del consumo privado y de la demanda interior contrasta favorablemente con los efectos efímeros y distorsionadores que se producen cuando el comportamiento expansivo de la renta se confía al crecimiento de los salarios nominales por persona empleada.

Finalmente, a pesar del comportamiento alcista en los costes interiores, el margen proporcionado por el abaratamiento de las importaciones, las condiciones de demanda que han prevalecido a lo largo del año y la evolución desfavorable de las expectativas inflacionistas, propiciada por la instauración del IVA, han permitido el mantenimiento de la tendencia a la recuperación de los márgenes de explotación, aunque, sin duda, con una intensidad inferior a la que ha preponderado en los últimos años.

## 5. Financiación de la economía y política monetaria

En el conjunto de los nueve primeros meses de 1986, los desequilibrios sectoriales de la economía española que muestra el cuadro 9 presentan la misma estructura que viene siendo habitual en los dos últimos años: un excedente de ahorro neto del sector privado, que, en parte, es transferido al exterior, como consecuencia del superávit de balanza por cuenta corriente, y, en parte, se destina a cubrir el déficit de recursos de capital de las administraciones públicas. Sin embargo, la evolución de estos desequilibrios en el período enero-septiembre ha presentado algunas diferencias de cierta importancia, al compararla con la de igual período del año anterior. El superávit por cuenta corriente se ha acrecentado sustancialmente, como reflejo, en buena medida, de la mejora que ha registrado la relación real de intercambio; mejora a la que han contribuido de forma notable tanto la caída de los precios en origen del petróleo como la pérdida de valor del dólar americano. Por el contrario, las necesidades de financiación de las administraciones públicas fueron muy parecidas en ambos períodos, frente al continuo crecimiento que venía siendo característico en períodos anteriores. Esta menor necesidad de fondos de las administraciones públicas no ha sido el resultado de unos gastos menores, sino que se ha debido a unos mayores ingresos, derivados tanto de un incremento de ingresos fiscales por el abaratamiento de los productos energéticos importados no repercutido integralmente sobre los consumido-

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

m.m.

	ENE-MAY		ENE-SEP	
	1985	1986	1985	1986
<b>1. Excedente global de la economía (2+3+4) (a)</b>	<b>-49</b>	<b>265</b>	<b>240</b>	<b>643</b>
<b>2. Estado (b) (c)</b>	<b>-783</b>	<b>-630</b>	<b>-1.345</b>	<b>-1.279</b>
<b>3. Sector privado (b) (d)</b>	<b>863</b>	<b>951</b>	<b>1.795</b>	<b>1.870</b>
Variación de activos	1.306	1.193	2.366	2.883
Variación de pasivos	443	242	571	1.013
<b>4. Otros (e)</b>	<b>-129</b>	<b>-56</b>	<b>-210</b>	<b>52</b>

(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).

res finales, como de un aumento sustancial en la recaudación de impuestos tras la implantación del IVA.

Esta transferencia de recursos se ha reflejado en un ahorro financiero neto positivo del sector privado, en el que la nota característica ha sido el cambio de estructura tanto de sus activos como de sus pasivos financieros. En los primeros, destaca el aumento del peso relativo de los pagarés de empresa y de los títulos públicos a largo plazo, y, en los segundos, el incremento de fondos de origen interno en sustitución de los provenientes de los mercados exteriores.

El sentido de estos desequilibrios sectoriales coincide, en buena medida, con las previsiones que se realizaron al programar la política monetaria para 1986. En efecto, se preveía que la balanza por cuenta corriente experimentaría un cierto superávit, propiciado tanto por la caída que el tipo de cambio efectivo real había seguido a lo largo del año anterior, como por las buenas perspectivas del comercio mundial, y, sobre todo, por la mejora de la relación real de intercambio con el resto del mundo. En esta área, las autoridades decidieron proseguir la política permisiva de autorización de amortizaciones anticipadas de préstamos exteriores, liberalizar determinadas inversiones en el exterior de los residentes españoles, ampliar la capacidad operativa de las entidades delegadas en el mercado a plazo e incrementar los límites de las posiciones de contado de aquéllas para cubrir posiciones cortas a plazo, a fin de contener las presiones alcistas sobre la peseta.

Las previsiones sobre ritmo de crecimiento de las necesidades financieras de las administraciones públicas, que habrían de cubrirse con fondos interiores, se cifraban en torno al 21 %, y, aunque abultadas, suponían una notable moderación respecto a las registradas

en años anteriores, de manera que parecía posible que, con el crecimiento de los activos líquidos del público (ALP) programado para el año —entre el 9,5 % y el 12,5 %—, los recursos financieros internos puestos a disposición del sector privado pudieran crecer a tasas en torno al 7,5 %.

Como ya se ha repetido en varias ocasiones, la principal dificultad para la programación monetaria del año 1986 radicaba en la imposibilidad de estimar la magnitud de los desplazamientos que, con bastante probabilidad, seguiría registrando la demanda de ALP, como consecuencia de la finalización del periodo de prórroga contemplado en la Ley sobre fiscalidad de determinados activos financieros. Precisamente por esta restricción, las autoridades no fijaron inicialmente, como en otros años, un punto de referencia dentro de la banda de objetivos en espera de que los datos sobre desplazamientos de activos de las carteras del público fuesen mostrando la conveniencia de situarse en uno u otro punto de la banda establecida.

Al margen de esta dificultad, el crecimiento monetario programado se estimaba coherente con un crecimiento del PIB real entre el 2 % y 2,5 %, y con un avance del 8 % del índice de precios al consumo. Dada la mejora que se venía observando en las expectativas de inflación —resultado al que habían contribuido tanto el descenso en el ritmo de crecimiento de los precios como la credibilidad de los agentes en el mantenimiento de una disciplina monetaria capaz de contenerlo—, se estimó que la expansión monetaria decidida sería compatible con nuevos descensos en los tipos de interés nominales.

Con datos provisionales de los diez primeros meses de 1986, el crecimiento de los ALP se sitúa en una tasa

## 10. ALP y componentes

Variaciones referidas a datos a fin de mes, m.m.

	ENE-MAY		ENE-SEP	
	1985	1986	1985	1986
<b>ACTIVOS LIQUIDOS DEL PUBLICO (ALP) (a)</b>	<b>869</b>	<b>829</b>	<b>1.790</b>	<b>1.885</b>
<b>Disponibilidades líquidas</b>	<b>398</b>	<b>-1.212</b>	<b>658</b>	<b>-29</b>
Efectivo	-45	17	72	122
Depósitos a la vista	-227	-172	34	185
Depósitos de ahorro	-73	59	289	401
Depósitos a plazo	743	-1.116	263	-737
<i>Imposiciones ordinarias y certificados de depósito</i>	-149	1.203	161	1.583
<i>Pagarés bancarios y efectos de propia financiación</i>	892	-2.319	102	-2.320
<b>Pagarés del Tesoro en manos del público (b)</b>	<b>449</b>	<b>1.658</b>	<b>1.065</b>	<b>1.171</b>
<b>Empréstitos</b>	<b>110</b>	<b>126</b>	<b>159</b>	<b>201</b>
<b>Otros (a)</b>	<b>-88</b>	<b>257</b>	<b>-92</b>	<b>542</b>

(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.

media del 11,3 %, es decir, prácticamente en el punto central de la banda de objetivos programada para el año. Se estima que la financiación otorgada a las administraciones públicas por el sistema crediticio y por los mercados monetarios ha crecido a una tasa media del 23 %, en tanto que la correspondiente al sector privado se evalúa en torno al 8,5 %. Tal como se esperaba, se ha producido, durante este período, una intensa amortización de préstamos exteriores, pese a lo cual, los activos netos del sistema crediticio frente al exterior han aumentado en torno a los 2.000 m. de dólares. El superávit por cuenta corriente, más alto de lo previsto, ha obligado al Banco de España a adquirir importantes cantidades de dólares. Sin embargo, la debilidad con que ha seguido evolucionando el dólar americano ha determinado que la peseta se apreciase un 2,4 %, en términos nominales, frente al conjunto de países desarrollados. Considerando los datos estimados del índice de precios al consumo, la peseta se ha apreciado en términos reales un 6,3 % frente a la CEE, y un 9,5 % frente al grupo de países desarrollados.

Como puede observarse, cuando sólo quedan dos meses para finalizar el año, la evolución de las distintas variables es bastante coincidente con las pautas que se preveían. Sin embargo, la política monetaria practicada ha podido resultar, dados los desplazamientos registrados por la demanda de activos líquidos, algo más holgada de lo que en un principio se estimó.

Esta evolución monetaria se ha visto favorecida por las tremendas alteraciones e irregularidades de las magnitudes monetarias en el transcurso del período, que han entorpecido sensiblemente la valoración del curso de los agregados y dificultado la instrumentación

de la política monetaria. En estas circunstancias, las autoridades monetarias se han mostrado sumamente cautelosas en la consecución de los objetivos cuantitativos, habiendo sido frecuente, de forma general, la práctica de una política más tendente a conseguir una evolución ordenada de los tipos de interés en los mercados monetarios que a intentar mantener objetivos estrictos de cantidades.

En efecto, la evolución de ALP a lo largo de 1986 se ha caracterizado por la tremenda erraticidad de sus tasas intermensuales de expansión, sucediéndose aceleraciones y desaceleraciones muy bruscas en meses consecutivos. La razón de esta irregularidad proviene, fundamentalmente, de dos causas distintas: las alteraciones registradas en el perfil de las necesidades financieras del sector público frente a las pautas de comportamiento habituales en años anteriores, y el intenso proceso de ajuste de las carteras de activos financieros del sector privado.

En cuanto a la primera de estas causas, en 1986 se han producido variaciones importantes en los calendarios de recaudación de impuestos, que han afectado profundamente a la estacionalidad de los distintos agregados monetarios y crediticios. Aparte del adelanto en cinco días del plazo límite para efectuar el pago trimestral de impuestos (1), el factor que más ha incidido ha sido la implantación del IVA, que, además de

(1) Este pequeño adelanto de fechas puede parecer de poca importancia, pero ha de tenerse en cuenta que el volumen de recaudación trimestral es bastante elevado, y este pequeño cambio afecta notablemente a las medias mensuales, que son las cifras básicas que se manejan.

introducir un esquema de plazos diferentes respecto al de los impuestos que ha sustituido, ha mostrado una capacidad recaudatoria muy superior a la prevista en un principio. A estos factores se añadió la súbita paralización de los gastos públicos en julio y agosto, que siguió a las recientes elecciones generales.

El otro conjunto de causas se refiere al intenso trasvase de activos financieros en las carteras del público. Según se ha señalado, esta redistribución se esperaba ya cuando se programó la política monetaria, pero el período al que está afectando y su profundidad están siendo superiores a los que inicialmente se previeron.

Se suponía que, en los primeros meses de 1986, los abultados vencimientos de pagarés bancarios que se producirían —y que fueron emitidos un año antes, aprovechando el período de prórroga de la ley de régimen fiscal de los activos financieros— no serían renovados, siendo sustituidos, fundamentalmente, por pagarés del Tesoro. En efecto, así sucedió, y una parte de las amortizaciones de pagarés bancarios se dirigió hacia pagarés del Tesoro, no sólo por razones de ocultación fiscal, sino porque, en los primeros meses de 1986, la rentabilidad ofrecida por estos títulos era bastante atractiva, sobre todo, dada la expectativa de un descenso futuro de sus tipos de interés. Sin embargo, quienes no estaban tan interesados por la ocultación fiscal se desplazaron hacia depósitos a plazo tradicionales y certificados de depósitos. Estos trasvases no afectaron más que a la composición del agregado ALP y no a su demanda global. No obstante, dicha demanda aumentó como consecuencia del desplazamiento hacia pagarés del Tesoro desde activos financieros no incluidos en dicho agregado —especialmente, pagarés de empresa—.

Estos trasvases se produjeron durante el primer semestre del año. En este período, los activos líquidos del

público crecieron a un ritmo medio del 15,3 %, como contrapartida de una evolución de las necesidades financieras de las administraciones públicas bastante ajustadas a las previsiones, de una cierta aceleración del crédito interno al sector privado —con una tasa media en torno al 11 %— y de un ligero descenso neto de los activos del sistema crediticio frente a no residentes. En estos seis meses, tuvo lugar una intensa cancelación de créditos en moneda extranjera por parte del sector privado, que se reflejó en un incremento de la demanda de crédito interno. Pero la evolución de las contrapartidas de ALP resulta insuficiente para explicar el crecimiento registrado, por lo que parece probable que se produjera también, como se ha señalado, un incremento de la demanda de ALP, centrada, fundamentalmente, en el componente de pagarés del Tesoro.

En los primeros meses del año, la política monetaria fue poco restrictiva. La oferta de activos de caja realizada por el Banco de España se acomodó a la demanda de liquidez, sin variar el tipo marginal de la subasta de préstamos. Detrás de esta actuación, estuvieron la consideración del carácter transitorio de la mayor demanda de activos líquidos —basada en el trasvase señalado de activos financieros y en la adaptación a la implantación del IVA— y un deseo de las autoridades de seguir favoreciendo un descenso de los tipos de interés nominales, en un momento en que la demanda interna daba muestras de reactivación. Sólo cuando las magnitudes monetarias desbordaron sistemáticamente los objetivos, sin una evidencia clara de su índole transitoria, las autoridades monetarias procedieron a elevar el tipo de interés marginal de la subasta de préstamos. Este movimiento se reflejó en los tipos a corto plazo del mercado interbancario, pero no en los a largo plazo, que prosiguieron su tendencia descendente reflejando aún perspectivas optimistas sobre el futuro de la tasa de inflación.

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

Variaciones referidas a datos a fin de mes, m.m.

	ENE-MAY		ENE-SEP	
	1985	1986	1985	1986
<b>Total (a+b=c-d)</b>	<b>449</b>	<b>1.658</b>	<b>1.065</b>	<b>1.171</b>
a. En firme	26	426	85	261
b. Con pacto de retrocesión	423	1.232	980	910
c. Emisión neta <i>menos</i> Banco de España	691	1.241	1.348	715
d. En poder de instituciones financieras	242	-417	283	-456
-- Retenidos por coeficiente (b)	-89	-61	-72	41
-- De libre negociación	331	-356	355	-497

(a) Valores nominales.

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

## 12. Tipos de interés (Ø)

%

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4.  
Boletín Estadístico, cuadros capítulos XI a XIII.

A partir del mes de julio, el panorama cambió sustancialmente. La expansión media de los ALP en el período julio-octubre fue del 5 % como resultado de una variación negativa en el conjunto de julio y agosto, y de un retorno a crecimientos más normales —en torno al 12 %— en septiembre y octubre.

El descenso de los ALP, en términos absolutos, en julio y agosto se debió a dos factores: por un lado, a la fuerte moderación de los gastos del sector público, que se asocia a la paralización de la administración en los meses de verano, tras la celebración de las elecciones generales del 22 de junio y hasta tanto los nuevos equipos ministeriales estuvieran formados; por otro, a la fuerte caída en la demanda de pagarés del Tesoro, al no renovar el público más que una pequeña parte de los vencimientos tan abultados que se produjeron en aquellos meses. La fuerte contención de la apelación del sector público a los mercados interiores permitió atender con holgura la demanda de crédito del sector

privado, que creció a tasas cercanas al 13 %, cuando el sector exterior estaba actuando expansivamente. En estos meses, los activos del sistema crediticio frente a no residentes se incrementaron en torno a los 1.750 m. de dólares, como resultado de una desaceleración de la caída de pasivos exteriores del sistema bancario asociado a un menor ritmo de cancelación anticipada de préstamos exteriores del sector privado y de unas abultadas compras netas de reservas que el Banco de España hubo de realizar para evitar una excesiva apreciación real de la peseta.

En los meses de septiembre y octubre, los ritmos de gasto del sector público se han acelerado notablemente, compensando en su totalidad la caída de los dos meses anteriores, y el sector exterior ha evolucionado, dentro de una tónica moderadamente expansiva. Por el contrario, el crédito interno al sector privado ha registrado una fuerte caída en sus tasas de crecimiento, descendiendo la tasa media acumulada de los diez



### 13. Agregados monetarios (Ø) (\*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T <sub>1</sub> ) Porcentajes				Variación acumulada desde DIC 1985 Porcentajes		
		OCT (p)	AGO	SEP	OCT	AGO	SEP	OCT
		<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>27.600</b>	<b>0,3</b>	<b>12,9</b>	<b>11,2</b>	<b>11,1</b>	<b>11,3</b>
Disponibilidades líquidas (M <sub>3</sub> )	21.910	5,8	21,1	10,4	-0,7	1,5	2,4	
Efectivo	2.236	17,5	14,3	15,7	15,4	15,3	15,3	
Depósitos de la banca	10.265	0,2	28,2	5,7	-11,6	-7,9	-6,6	
Depósitos de las cajas	8.306	8,9	14,6	13,6	10,5	11,0	11,2	
Otros depósitos (a)	1.103	14,7	22,9	22,0	4,7	6,6	7,9	
Otros activos líquidos	5.690	-17,8	-13,7	14,1	86,6	71,3	64,4	
Pagarés del Tesoro (b)	3.450	-46,8	-38,5	-8,3	107,0	80,9	69,0	
Otros activos (c)	2.240	81,8	52,4	60,5	61,0	60,0	60,0	

(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. 6 a 11.  
Boletín Estadístico, cuadros IX-1 a IX-3.

primeros meses del año hasta niveles del 8,5 %, frente a ritmos bastante estables en torno al 11 % que habían caracterizado el período enero-agosto.

El continuo descenso de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro —cerca de 2 puntos desde el comienzo del año— determinó que tanto el público como las instituciones bancarias no se mostrasen dispuestos a renovar, a partir del mes de julio, una buena parte de los abultados vencimientos que en ese mes y en los siguientes se produjeron. En consecuencia, tanto el saldo de pagarés en manos del público como los excedentes bancarios se redujeron sustancialmente.

Una parte de las amortizaciones de pagarés del Tesoro en poder del público, no renovados, continuó trasladándose hacia depósitos a plazo tradicionales, movimiento que se reflejó en fuertes aceleraciones de las tasas de crecimiento de M3 después de las variaciones negativas que este agregado registró durante los primeros meses del año. Pero otra parte considerable se dirigió hacia otro tipo de activos financieros como la deuda pública a medio y largo plazo, los seguros de prima única a cinco años, los pagarés de empresa y las cesiones de créditos bancarios (1). El efecto conjunto de estos trasvases ha sido un fuerte descenso de la demanda de ALP a partir del mes de julio.

(1) Se trata de un instrumento bastante parecido a los pagarés de empresa tradicionales, que nace con la cesión total o parcial de un crédito bancario. El banco procede a darlo de baja de su activo y no asume riesgo alguno en la operación, actuando únicamente como comisionista y representante del prestamista en la relación entre deudores y acreedores finales.

Las razones del público para demandar este nuevo conjunto de activos financieros son de índole diversa, y algunas de ellas presentan indicios de continuar en un futuro, afectando de forma distinta a la demanda de ALP. La demanda de seguros de prima única y su expansión futura dependerán de que se obligue legalmente o no a las entidades emisoras a facilitar información sobre estas operaciones. Su reflejo en la demanda de ALP depende de que sean realizadas por compañías de seguros ligadas o no a instituciones bancarias. En el primer caso, los fondos captados mediante primas de seguros suelen revertir a la banca en forma de depósi-

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

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

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

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (v. cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 23.

## 15. Tipos de cambio (Ø)

Situación en OCT 1986	Variaciones (Porcentajes) (a)						
	Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1985			
	AGO	SEP	OCT	AGO	SEP	OCT	
<b>TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:</b>							
<b>Del dólar frente a:</b>							
Marco	2,002	-4,3	-1,2	-1,8	-18,0	-19,0	-20,5
Yen	155,9	-2,9	0,3	0,9	-24,8	-24,6	-23,1
Países desarrollados (b)	109,8	-2,1	-0,4	-0,5	-12,8	-13,1	-13,5
<b>De la peseta frente a:</b>							
Dólar	133,0	2,5	0,1	0,7	16,3	16,5	17,1
Franco suizo	81,2	-2,4	-0,5	-0,1	-8,9	-9,4	-9,6
Marco	66,5	-1,9	-0,9	-1,2	-5,0	-5,6	-6,7
Yen	85,6	-0,4	0,5	1,3	-11,7	-11,2	-10,1
Libra esterlina	190,1	4,2	1,2	3,5	11,8	14,7	18,8
Franco francés	20,3	-0,7	-0,5	-1,0	1,5	1,1	-0,2
CEE (b)	75,6 (d)	-0,3	-0,5	-0,4	0,3	-0,3	-0,7
Países desarrollados (b)	69,3 (d)	0,3	-0,3	-0,1	2,8	2,5	2,4
Principales acreedores (e)	54,1 (d)	1,1	-	0,4	8,0	8,0	3,4
<b>TIPOS DE CAMBIO REALES (f):</b>							
<b>De la peseta frente a:</b>							
Dólar	... (d)	1,4	...	...	13,9	...	...
CEE (b)	100,2 (d)	-0,2	0,2	0,1	6,0	6,2	6,3
Países desarrollados (b)	93,5 (d)	0,4	0,5	0,4	8,7	9,2	9,5

(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. 20 a 23.  
Boletín Estadístico, cuadros XX-19 a XX-21.

tos de estas últimas. En el segundo caso, el retorno de los fondos a los circuitos bancarios es menos probable, ya que las compañías de seguros pueden optar, como de hecho está sucediendo, por inversiones distintas de depósitos: por ejemplo, deuda pública.

La pujanza creciente de la demanda de deuda pública por parte del sector privado puede explicarse por una doble razón. En primer lugar, por las expectativas a la baja de sus tipos de interés en un futuro, y, en segundo lugar, porque, mediante las cesiones temporales que las instituciones bancarias comienzan a realizar, están sustituyendo el papel desempeñado con anterioridad por los pagarés del Tesoro como instrumentos aptos tanto para rentabilizar excedentes temporales de tesorería de grandes empresas como para materializar inversiones financieras de los pequeños ahorradores. La adquisición de deuda pública por parte del público en sustitución de pagarés del Tesoro afecta a la demanda de ALP cuando se materializa en adquisiciones en firme. La cesión temporal sólo afecta a la composición de este agregado, ya que, según la normativa en vigor,

la cesión de deuda pública se considera, por el momento, como la de cualquier otro activo y, por lo tanto, forma parte de ALP.

Por último, la intensa revitalización que están experimentando el mercado de pagarés de empresa y las operaciones de cesión de créditos bancarios tiene, en estos momentos, un alcance mayor que los dos nuevos instrumentos mencionados, ya que están actuando no sólo como sustitutos de pasivos bancarios tradicionales o pagarés del Tesoro, sino que están reemplazando también al crédito bancario. Esta es una de las razones que pueden explicar la brusca caída del crédito interno al sector privado, observada en los meses de septiembre y octubre.

El Banco de España ha tratado, en todo momento, de evaluar la naturaleza de estos bruscos movimientos de los agregados monetarios, incorporando a sus decisiones la interpretación de los mismos. Por ello, cuando en la segunda parte del año los ALP desaceleraron notablemente su ritmo de expansión, las autoridades mo-

## 16. Financiación del Estado

m.m.

	Variaciones acumuladas			
	ENE-MAY		ENE-SEP	
	1985	1986	1985	1986
<b>1. NECESIDAD (-) DE ENDEUDAMIENTO NETO. (2-3-4)</b>	<b>-783</b>	<b>-630</b>	<b>-1.345</b>	<b>-1.279</b>
<b>2. Variación de activos financieros</b>	<b>239</b>	<b>412</b>	<b>345</b>	<b>422</b>
Dotaciones al Crédito Oficial	39	38	116	29
Contrapartida de pasivos asumidos	183	379	183	381
Otros activos netos	17	-5	46	12
<b>3. Variación de pasivos financieros</b>	<b>1.171</b>	<b>1.113</b>	<b>1.832</b>	<b>1.846</b>
Mercado de valores	974	1.817	1.440	1.890
<i>Pagarés del Tesoro (a)</i>	<i>731</i>	<i>1.356</i>	<i>1.135</i>	<i>819</i>
<i>Deuda a medio y largo plazo (b)</i>	<i>145</i>	<i>376</i>	<i>205</i>	<i>1.029</i>
<i>Cédulas para inversiones y deuda RDL/8/1984</i>	<i>60</i>	<i>14</i>	<i>73</i>	<i>-14</i>
<i>Deudas asumidas</i>	<i>38</i>	<i>71</i>	<i>27</i>	<i>56</i>
Sector exterior (c)	7	12	26	-172
Emisión de moneda metálica	7	2	13	6
Créditos interiores asumidos	60	248	59	185
Recurso al Banco de España (d)	123	-966	294	-63
<b>4. Depósitos y desfases</b>	<b>-149</b>	<b>-71</b>	<b>-143</b>	<b>-146</b>
PRO MEMORIA:				
Financiación total concedida por el Banco de España (e)	-176	-630	819	45

(a) Valores efectivos.

(b) Incluye amortizaciones de 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.

netarias revisaron continuamente a la baja sus objetivos. La contención de la oferta de liquidez fue, sin embargo, menor que la experimentada por la demanda, lo que determinó que, a partir del verano, los tipos de interés nominales iniciasen un nuevo descenso. Entre julio y octubre, el tipo marginal de la subasta de préstamos del Banco de España descendió 0,625 puntos porcentuales, y los tipos negociados en las operaciones de depósito a uno y tres meses del mercado interbancario se redujeron en torno a 1 punto. En conjunto, y a través de todos los elementos de irregularidad registrados, la política monetaria de la segunda parte del año, a pesar de sus tasas relativamente modestas de crecimiento, ha sido, probablemente, poco restrictiva.

## 6. La financiación de las administraciones públicas

En los tres primeros trimestres de 1986, según datos provisionales, las necesidades netas de financiación del Estado ascendieron a 1.279 m.m., un 5 % menos que en el mismo período del año anterior. Este mejor resultado se consiguió con unos mayores ingresos —entre los que destaca el aumento de recaudación por

impuestos indirectos—, pero también con unos gastos mayores de los previstos.

Desde la perspectiva de su financiación, las menores necesidades en términos netos, respecto al mismo período del ejercicio anterior, vienen explicadas por el incremento de los activos adquiridos, ya que los pasivos financieros se situaron a un nivel similar (1.832 m.m. en 1985 y 1.846 m.m. en 1986).

El aumento de los activos está determinado por el mayor importe de la contrapartida contable de las deudas de empresas públicas asumidas por el Estado en 1986 (381 m.m., frente a 183 m.m. en 1985). La variación de esta rúbrica compensó con creces los cerca de 90 m.m. en los que el Estado redujo, en estos nueve meses, sus dotaciones a la financiación del crédito oficial.

Las operaciones financieras pasivas experimentaron también un notable cambio en su composición. Este se ha caracterizado por la creciente importancia de la deuda a medio y largo plazo, que ha pasado a ser la fuente principal de obtención de recursos financieros, por la reducción de la importancia relativa de los pagarés del Tesoro, por la amortización anticipada de crédi-

## 17. Mercados de deuda pública (a)

m.m.

	ENE-MAY		ENE-SEP	
	1985	1986	1985	1986
<b>EMISIONES NETAS</b>	<b>1.101</b>	<b>1.929</b>	<b>1.652</b>	<b>1.852</b>
<b>Pagarés del Tesoro</b>	<b>931</b>	<b>1.510</b>	<b>1.423</b>	<b>769</b>
<i>Emisiones brutas</i>	3.282	2.452	4.658	4.147
<i>Amortizaciones</i>	2.351	942	3.235	3.378
<b>Deuda a medio y largo plazo</b>	<b>170</b>	<b>419</b>	<b>229</b>	<b>1.083</b>
Del Estado	145	376	195	1.016
<i>Emisiones brutas (b)</i>	173	433	256	1.115
<i>Amortizaciones (c)</i>	28	57	61	99
De las comunidades autónomas y corporaciones locales	25	43	34	67
<b>COLOCACIONES</b>	<b>1.101</b>	<b>1.929</b>	<b>1.652</b>	<b>1.852</b>
<b>Sistema crediticio y SMMD</b>	<b>999</b>	<b>1.424</b>	<b>1.507</b>	<b>1.339</b>
Pagarés del Tesoro	905	1.084	1.340	507
Deuda del Estado a largo	69	297	133	765
Deuda de las comunidades autónomas y corporaciones locales	25	43	34	67
<b>Resto</b>	<b>102</b>	<b>505</b>	<b>145</b>	<b>513</b>
Pagarés del Tesoro	26	426	83	262
Deuda del Estado a largo	76	79	62	251
<b>PRO MEMORIA:</b>				
Cesión temporal de pagarés del Tesoro al público por el sistema crediticio y las SMMD	423	1.232	980	910

(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-mayo y enero-septiembre de 1985, y de 15 m.m. en enero-mayo y enero-septiembre de 1986.

tos exteriores y por el prácticamente nulo recurso a créditos y anticipos del Banco de España. En resumen: en el conjunto de los nueve primeros meses de 1986, el Estado se financió en los mercados de valores. Su instrumentación se analizará más adelante, cuando se comente la evolución de los mercados de deuda.

La utilización del recurso al Banco de España como fuente transitoria de financiación constituye un fenómeno destacable si se considera que ha constituido siempre, excepto en 1984, un capítulo significativo del total de los recursos empleados en la financiación del déficit público. En este año, la fuerte pulsación de la demanda de pagarés del Tesoro durante el primer trimestre, y de pagarés y deuda a largo plazo en el segundo, permitió al Tesoro reducir sus créditos y anticipos del banco emisor en 1.075 m.m. Sin embargo, durante el tercer trimestre, a medida que una gran parte de los elevados vencimientos de pagarés del Tesoro de julio y agosto no se renovó, el Estado apeló, de nuevo, al recurso del Banco de España. Más tarde, pudo devolver los fondos utilizados para la amortización de pagarés, con los recursos obtenidos de la colocación de deuda a medio y largo plazo.

Entre mayo y septiembre de 1986, la variación acumulada de créditos y anticipos del Banco de España al Estado pasó de —966 m.m. a —63 m.m., financiando así nuevas necesidades netas de recursos por 733 m.m., y la reducción en casi 200 m.m. de la deuda exterior (véase cuadro 16). Hay que señalar también que la variación, hasta finales de septiembre de 1986, de las cuentas del Tesoro en el Banco de España y de emisión de deuda a medio y largo plazo no recoge el abono de 584 m.m. efectivos correspondientes a la suscripción de bonos del Estado, que, si bien colocada en septiembre, lleva fecha de emisión de 1 de octubre de 1986, y su ingreso en las cuentas del Tesoro se produjo en los primeros días de este mes.

Como es habitual, la información disponible relativa a la financiación del resto de las administraciones públicas es muy escasa. Las comunidades autónomas y las corporaciones locales incrementaron su demanda de recursos a los mercados de renta fija, en los que colocaron 67 m.m. —casi el doble que en el mismo período del año anterior—, obtuvieron créditos en los mercados interiores por unos 40 m.m. y aumentaron sus depósitos en el sistema crediticio en 93 m.m. Por su

parte, la Seguridad Social, con datos provisionales sólo hasta julio, presentó un excedente financiero neto por unos 90 m.m. Sin embargo, los fuertes desfases entre ingresos y pagos que suele experimentar a lo largo del año otorgan poca significación a este resultado.

En los nueve primeros meses del año, el crédito otorgado por el sistema crediticio y por los mercados monetarios al conjunto de las administraciones públicas creció a una tasa anual del 20 %, frente al 35 % en el mismo período de 1985. Esta reducción se debe, en gran parte, al desplazamiento de financiación desde los mercados monetarios hacia deuda pública adquirida directamente por el público, partida, esta última, no incluida en este indicador.

En los mercados de deuda del Estado han tenido lugar transformaciones significativas que se han ido consolidando a medida que avanzaba el año. En concreto, se han reducido los tipos de interés, se ha producido un desplazamiento desde los mercados de pagarés del Tesoro hacia los de deuda a medio y largo plazo, y se han alargado los plazos de vida media a los que se emite esta última.

La demanda de deuda a largo plazo estuvo impulsada por diversos factores. En primer lugar, por las expectativas de descenso de los tipos de interés y las ganancias de capital que, en tal situación, podría generar la compra de estos títulos. En segundo lugar, por la expectativa suscitada entre las instituciones bancarias de la posibilidad de computar, en un futuro próximo, la deuda a medio y largo plazo en el actual coeficiente de pagarés del Tesoro. En tercer lugar, la anunciada próxima entrada en funcionamiento del sistema de anotaciones en cuenta permitiría a las entidades utilizar estos títulos como segunda línea de liquidez, cubriendo así el vacío dejado por la actual situación de los pagarés del Tesoro. En cuarto lugar, la demanda de deuda pública se ha visto impulsada por su utilización como cobertura de operaciones de seguro de prima única, en las que se ha materializado una parte significativa de las inversiones del público buscando ventajas fuera de los pagarés del Tesoro. Finalmente, la mayor demanda por parte del público ha conducido al sistema bancario a tomar posiciones en un intento de llevar a cabo una operación de recolocación de deuda, bien en firme, bien con pacto de recompra, similar a la efectuada en años anteriores con los pagarés del Tesoro.

Paralelamente a esta ascensión de las emisiones de deuda, el mercado de pagarés del Tesoro, muy activo en la primera parte del año, registró después una reducción apreciable. Así, la financiación neta efectiva conseguida hasta finales de mayo mediante este ins-

trumento, que ascendía a 1.356 m.m., a finales de septiembre sólo alcanzaba ya los 819 m.m.

La causa principal de esta evolución reside en el mantenimiento de sus tipos de interés por debajo de los negociados en el resto de los mercados monetarios. Esta política ha relegado la utilización de los pagarés del Tesoro a la cobertura del coeficiente de deuda del sistema bancario y a la suscripción por inversores que tratan de aprovechar las ventajas fiscales de este instrumento.

En resumen: en el conjunto de los nueve primeros meses del año, el Estado colocó deuda a corto y a largo plazo por importe de 1.785 m.m. en términos nominales. La suscripción de pagarés del Tesoro se redujo prácticamente a la mitad respecto al mismo período del año anterior (769 m.m. en 1986 y 1.423 m.m.). Por el contrario, las colocaciones de deuda a medio y largo plazo pasaron de 195 m.m. en los tres primeros trimestres de 1985 a 1.016 m.m. en el mismo período de 1986. Casi la totalidad de la deuda a largo se instrumentó en títulos sin desgravación (607 m.m. en bonos y 409 m.m. en obligaciones), mientras que el saldo vivo de deuda desgravable sólo se incrementó en 9 m.m. En estos importes no está incluida la última emisión de bonos del Estado por 584 m.m. efectivos, suscrita en septiembre y desembolsada en octubre.

En cuanto al destino de las colocaciones, el sistema crediticio y las sociedades mediadoras del mercado de dinero adquirieron el 66 % (507 m.m.) de los pagarés del Tesoro y más del 70 % de la deuda a largo plazo (765 m.m.). No obstante, en conjunto, dichas adquisiciones suponen una reducción en torno a un 15 % respecto a 1985, como consecuencia del fuerte descenso de la compra de pagarés. Dado el incremento de la cartera de fondos públicos del Banco de España por 279 m.m., dicha caída alcanza el 30 % en el sistema bancario.

El sector privado incrementó sus adquisiciones tanto de pagarés del Tesoro (262 m.m. en 1986, frente a 83 m.m. en 1985) como de deuda a medio y largo plazo (251 m.m. en 1986, frente a 62 m.m. en 1985), siendo más intensa la compra de aquéllos en la primera parte del año. En conjunto, el sector privado ha multiplicado por 3,5 sus adquisiciones de deuda pública total, respecto a los tres primeros trimestres de 1985.

## 7. La financiación del sector privado

A lo largo de los nueve primeros meses de 1986, el sector privado otorgó, de nuevo, financiación neta al resto de los sectores. Tal como muestra el cuadro 18,

## 18. Financiación del sector privado

m.m.

	ENE-MAY		ENE-SEP	
	1985	1986	1985	1986
<b>CAPACIDAD DE FINANCIACION (+) (1-2)</b>	<b>863</b>	<b>951</b>	<b>1.795</b>	<b>1.870</b>
<b>1. Variación de activos financieros</b>	<b>1.306</b>	<b>1.193</b>	<b>2.366</b>	<b>2.883</b>
Activos líquidos del público (a) (b)	869	829	1.790	1.885
Títulos monetarios no incluidos en ALP (pagarés de empresa)	102	61	27	365
Títulos de renta fija	152	191	209	422
Títulos de renta variable	167	140	316	260
Créditos al exterior	16	-28	24	-49
<b>2. Variación de pasivos financieros</b>	<b>443</b>	<b>242</b>	<b>571</b>	<b>1.013</b>
Títulos del mercado monetario	94	-1	8	284
<i>Letras</i>	-6	-61	-22	-66
<i>Pagarés de empresa</i>	100	60	30	350
Títulos de renta fija	15	-4	23	60
<i>Emisiones netas</i>	53	67	61	131
<i>Asumidas por el Estado</i>	-38	-71	-38	-71
Títulos de renta variable	186	150	301	312
Créditos interiores (c)	207	459	519	870
Créditos del exterior	-59	-362	-280	-513
<b>PRO MEMORIA:</b>				
ALP (*) (d)	17,0	14,1	13,7	11,2
Total activos financieros (*) (d)	20,5	16,1	15,6	14,8
Crédito interno (*) (d)	8,1	11,3	6,8	10,2
Total pasivos financieros (*) (d)	8,5	6,8	4,3	7,0

(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.

esta capacidad de financiación se ha reflejado en un aumento de activos financieros muy superior al correspondiente a los pasivos financieros, aunque la variación de estos últimos casi duplicó la de igual período del año anterior.

Los fondos obtenidos por el sector privado del sistema crediticio y los mercados monetarios crecieron a una tasa del 10,2 %. Una parte considerable se destinó a la cancelación de financiación recibida del exterior, lo que explica que la tasa de expansión del total de recursos ajenos del sector privado se redujera hasta 7,0 %.

A pesar de la notable aceleración de la demanda de financiación interna —su tasa anualizada aumentó casi 3,5 puntos porcentuales respecto a la del año anterior—, la moderación del ritmo de crecimiento de la necesidad de recursos de las administraciones públicas permitió situar el avance de los activos líquidos del público en una tasa anual del 11,2 %, frente al 13,7 % registrado en el año anterior. Sin embargo, esta divergencia entre ambos periodos se reduce notablemente si se considera el total de activos financieros del sector

privado (15,6 % y 14,8 % en 1985 y 1986, respectivamente), poniendo así de manifiesto el desplazamiento que en 1986 se ha producido desde los ALP hacia el resto de activos financieros.

Efectivamente, la evolución de los *activos financieros del sector privado* muestra un cambio de estructura bastante notorio entre 1985 y 1986. A lo largo de este último año, el público ha mostrado una preferencia creciente por activos financieros no incluidos en la definición de activos líquidos (ALP): en concreto, por los pagarés de empresa y los títulos de renta fija, y, dentro de estos últimos, por la deuda pública a medio y largo plazo. No obstante, como puede observarse en el cuadro 18, este trasvase no ha sido uniforme a lo largo de los nueve meses transcurridos del año, sino que aparece especialmente concentrado entre los meses de junio y septiembre. Durante este período, la variación de pagarés de empresa (304 m.m.) ha sido cinco veces superior a la registrada durante los primeros cinco meses del año (61 m.m.). El incremento de deuda pública fue de unos 180 m.m. entre junio y septiembre, frente a unos 70 m.m. en los cinco primeros meses.

Como ya se ha analizado en el epígrafe 5, esta redistribución en las carteras de activos financieros del público ha estado estrechamente ligada al descenso de los tipos de interés de los pagarés del Tesoro. A medida que la rentabilidad ofrecida por el Tesoro fue disminuyendo en el transcurso del año, una parte de la demanda, no interesada en la ocultación fiscal que permiten estos títulos, prefirió materializar su ahorro, bien en depósitos a plazo tradicionales, bien en otros tipos de activos, tales como los pagarés de empresa y la deuda pública. La creciente demanda de deuda pública por parte de familias y empresas se apoya en unas expectativas de futuro descenso de sus tipos de interés. Esta adquisición de títulos públicos se está llevando a cabo, bien en firme, bien mediante ventas temporales de las instituciones bancarias, pues, aunque pueden suscitarse problemas legales en la instrumentación de este último tipo de operaciones, son varias las entidades que han comenzado a realizar cesiones temporales de deuda del Estado en estos últimos meses.

Del resto de activos financieros del público, destaca el trasvase que se ha producido entre los títulos de renta fija y los de renta variable. La variación de los primeros en 1986 ha duplicado lo del año anterior, en tanto que la de los segundos se ha reducido considerablemente. Esta reducción no ha sido el resultado de menores emisiones en 1986 —que han alcanzado cifras similares a las del año anterior—, sino de un incremento de la parte adquirida por el sistema bancario.

Entre los títulos de renta fija, cabe señalar, aparte del fuerte aumento de deuda pública anteriormente mencionado, la suscripción de obligaciones de empresas no financieras y de títulos hipotecarios emitidos por las sociedades de crédito hipotecario, durante los nueve primeros meses de 1986, por un importe conjunto de 158 m.m. frente a 124 m.m. en el mismo período de 1985. Este incremento entre uno y otro año se centró, fundamentalmente, en los títulos emitidos por las empresas eléctricas y Telefónica que dejaron de ser computables en el coeficiente de inversión de las cajas de ahorro y se colocaron prácticamente en su totalidad en el sector privado.

Por último, hay que mencionar que, por problemas estadísticos y de doble contabilización, los datos del cuadro 18 no recogen, como es habitual, las variaciones en las participaciones ni en las carteras de los Fondos de Inversión. No obstante, es preciso resaltar, en esta ocasión, el incremento experimentado a lo largo de 1986 por estas instituciones que han intermediado en los nueve primeros meses 190 m.m. (160 los Fondos de Inversión Mobiliaria y 30 los Fondos de Inversión en sectores del mercado monetario). Este crecimiento, que tiene relación también con la buena

marcha de los mercados bursátiles, está impulsado, sobre todo, por la materialización de las distintas modalidades de seguro de vida y planes de jubilación ofrecidos por las instituciones financieras, así como por el atractivo fiscal que presenta la inversión en un Fondo, en la medida en que los resultados obtenidos se expresan en forma de plusvalías no sujetas a retención.

La variación de *pasivos financieros* entre enero y septiembre de 1986 muestra también diferencias sustanciales en su estructura, respecto al mismo período del año anterior. En el transcurso de 1986, se ha producido un fuerte desplazamiento desde financiación externa a financiación interna. Dentro de esta última, la parte más importante continúa siendo otorgada por el sistema crediticio y por los mercados monetarios, representando en torno al 80 % del total de recursos ajenos del sector privado.

La segunda rúbrica en importancia sigue estando constituida por títulos de renta variable —en torno al 8 %—. Las emisiones entre enero y septiembre de 1985 y 1986 son bastante similares. El impulso registrado en la bolsa no ha estimulado especialmente a las empresas a nuevas emisiones de acciones, habiéndose mostrado, en general, más partidarias de incrementar la captación de recursos mediante la colocación de títulos de renta fija. Como puede apreciarse en el cuadro 18, las emisiones netas de estos últimos han duplicado en 1986 las correspondientes a 1985, aunque continúan manteniendo una discreta participación en el total de la financiación.

Pero, sin duda, el rasgo más destacable de 1986 en la aportación de fondos al sector privado es el rebrote experimentado por el mercado de pagarés de empresa. En efecto, tal como puede observarse en el cuadro 18, se estima que la emisión neta de estos activos entre enero y septiembre de 1986 pudo alcanzar la cifra de 350 m.m., frente a tan sólo 60 m.m. en el mismo período del año anterior. Una parte relevante de estas colocaciones refleja la movilización de créditos de las carteras bancarias a las que se ha hecho mención en el epígrafe 5.

Como de costumbre, la información sobre el mercado de pagarés de empresa es bastante deficiente, dada la imposibilidad de acceso directo del Banco de España a estadísticas sobre emisiones y colocaciones de estos activos financieros. A pesar de ello, la revitalización que en 1986, y concretamente entre junio y septiembre, ha experimentado la emisión de estos activos —que están convirtiéndose, además, en fuertes sustitutos del crédito bancario— se halla fuera de toda duda.

Los motivos del éxito creciente de este mercado parecen bastante claros. Por un lado, ofrece un instru-

mento muy atractivo tanto para los pequeños ahorradores, al ser su valor nominal muy pequeño, como para las grandes empresas, que pueden materializar en él sus excedentes transitorios de tesorería. Por otro lado, las instituciones bancarias están apoyando la expansión de los pagarés de empresa como sustitutos de depósitos y de créditos bancarios tradicionales. Esta actitud está bastante relacionada con la no computabilidad de estos títulos en los coeficientes legales. Respecto a la sustitución de créditos, piénsese, por ejemplo, en los cambios introducidos en el coeficiente de garantía que obliga a las instituciones bancarias a dotar los recursos propios correspondientes en función de la clasificación del riesgo de sus inversiones crediticias. Estos recursos han de permanecer inmovilizados mientras se mantengan en el activo los créditos que respaldan. Sin embargo, la financiación a las empresas por la vía de los pagarés de empresa no queda reflejada en el activo del balance de las entidades bancarias, y, por tanto, no obliga a dotar recurso alguno en el pasivo. Las instituciones bancarias actúan como comisionistas en las operaciones de captación y concesión de fondos, no concediendo explícitamente aval ni garantía alguna a las operaciones, y, además, pueden adaptarse más fácilmente a las condiciones de los mercados.

Por último, en la evolución de los pasivos financieros del sector privado entre enero y septiembre de 1986 destaca el fuerte descenso de créditos exteriores (513 m.m. en 1986, frente a 280 m.m. de 1985), que está, en gran parte, relacionado con la mejora del coste y disponibilidad de fondos interiores y con las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta. No obstante, la mayor parte de la cancelación de financiación exterior se ha concentrado en los cinco primeros meses del año (362 m.m.), moderándose bastante (151 m.m.) entre junio y septiembre.

## 8. Transacciones financieras con el exterior

Durante el período comprendido entre enero y septiembre de 1986, y como viene sucediendo desde 1984, la economía española volvió a otorgar financiación neta al resto del mundo. En esta ocasión, la cifra alcanzó los 643 m.m. de pesetas.

Este excedente financiero neto frente al exterior se materializó en un aumento importante de las reservas centrales (320 m.m.), así como a través de un incremento en el volumen de amortizaciones anticipadas, que tanto el sector público como el privado continuaron realizando. Estos movimientos compensaron en exceso el aumento registrado en el montante de inver-

siones extranjeras y de financiación crediticia exterior bruta.

El mantenimiento de la tendencia a la anticipación de las amortizaciones de los créditos exteriores resulta difícil de explicar en una situación en la que, a pesar del descenso de los tipos de interés en la mayoría de los mercados nacionales, el diferencial respecto a los tipos negociados en los principales mercados financieros internacionales aumentó —por ejemplo, el correspondiente al plazo de tres meses se incrementó en casi tres puntos porcentuales—, y, además, la peseta se apreció alrededor de un 16,5 % frente al dólar americano. Las razones de esta sustitución de financiación exterior por interior habrían de buscarse bien en las expectativas cambiarias bien, y más probablemente, en una mayor valoración del riesgo de la financiación externa, de manera que, para un diferencial dado de tipos de interés, los agentes han podido preferir materializar las ganancias ya obtenidas, ante el riesgo, cada vez mayor, de que se detuviese el proceso de apreciación de la peseta.

Asimismo, la tónica distendida que, en general —salvo períodos aislados—, imperó en los mercados monetarios y crediticios internos, permitió mantener una oferta de fondos de préstamo suficiente, no viéndose obligados los sectores residentes a acudir a la financiación exterior.

Como queda reflejado en el cuadro 19, los créditos fueron la partida que motivó el descenso de la financiación externa recibida, pues las inversiones extranjeras mantuvieron un fuerte crecimiento a lo largo del período. El sector público contribuyó a este resultado con una apelación bruta a los mercados crediticios exteriores cifrada en 224 m.m. de pesetas, inferior, por otra parte, al volumen alcanzado (337 m.m.) en igual período del año anterior. Cabe imputar esta disminución, casi en su totalidad, al Estado, pues el ICO presentó saldos muy parecidos a los del año precedente. Por su parte, el volumen de amortizaciones totales efectuadas alcanza una cuantía de 381 m.m., con una importante cantidad de ellas de carácter anticipado, y localizadas, en gran parte, en el mes de septiembre. Este proceso de amortizaciones anticipadas de créditos exteriores recibidos por el sector público puede continuar en lo que resta del año, dado el volumen de reservas exteriores que se viene manteniendo.

En cuanto al sector privado, sus ingresos brutos a través de créditos exteriores resultaron, igualmente, inferiores a los obtenidos en igual período del año anterior: 113 m.m., frente a 213 m.m. de pesetas. Las amortizaciones totales alcanzaron los 628 m.m., y responden —en su mitad, aproximadamente— al carácter



de anticipadas, aprovechando, como ya se ha comentado, los incentivos derivados de la apreciación acumulada de la peseta frente al dólar USA.

Las inversiones extranjeras en España alcanzaron en el período analizado un total de 512 m.m., frente a los 283 m.m. en el mismo período de 1985. Cabe señalar el mantenimiento de los fuertes ritmos de las inversiones directas y de cartera, que se situaron en unos volúmenes de 200 m.m. y 169 m.m., respectivamente, frente a unas inversiones por iguales conceptos de 110 m.m. y 56 m.m., en igual período de 1985.

Las razones que subyacen a este aumento de las inversiones procedentes del exterior ya se apuntaron en el *Boletín Económico* de julio-agosto: la progresiva liberalización de rendimientos y productos financieros, la cada vez más profunda integración en la CEE, y, en fin, la confianza creciente en nuestro país, por parte de los inversores extranjeros. A este clima de confianza han contribuido, entre otros factores, el aumento en la tasa de beneficio de las empresas españolas y el aumento en la cobertura de la deuda exterior con reservas oficiales. Cabe señalar que los sectores hacia los que se canalizan estas inversiones en cartera son banca, telefonía y electricidad, y que los países de procedencia pertenecen, fundamentalmente, a la CEE, a expensas de los países exportadores de petróleo.

Como último renglón de la partida de capital a largo plazo, aparece la financiación otorgada al exterior. Es de destacar que el saldo de créditos presenta un signo contrario al habitual, ya que el saldo de amortizaciones fue superior a la financiación bruta otorgada. La razón se halla en que, al igual que en el caso de España, los restantes países también registraron una disminución de la demanda de préstamos en los mercados internacionales. En cuanto a las inversiones realizadas en el exterior, su saldo en el período analizado es muy parecido al del año anterior, aunque, ante la reciente liberalización de este tipo de operaciones, cabe esperar un aumento sustancial.

Quizás la variación más significativa de la evolución de la cuenta de capital de la balanza de pagos en 1986, respecto a 1985, sea el comportamiento de la financiación canalizada a través del sistema bancario. En el período considerado, presenta un saldo negativo de 387 m.m., frente a sólo 65 m.m. en igual período de 1985, siendo los renglones más llamativos los correspondientes al Banco de España y la captación de pesetas convertibles.

En efecto, las reservas exteriores en poder del Banco de España aumentaron, en el período analizado, en 320 m.m. de pesetas, debido, fundamentalmente, al fuerte superávit de la balanza de pagos por cuenta

### 19. Movimientos exteriores de capital (a)

m.m.

	ENE-MAY		ENE-SEP	
	1985	1986	1985	1986
<b>TOTAL</b>	<b>49</b>	<b>-265</b>	<b>-240</b>	<b>-643</b>
<b>Capital a largo plazo</b>	<b>-10</b>	<b>-147</b>	<b>-117</b>	<b>-207</b>
Financiación recibida	24	-116	-9	-160
Créditos	-115	-384	-292	-672
<i>Al sector público</i>	-31	-17	-13	-157
Ingresos	(259)	(106)	(337)	(224)
Pagos	(-290)	(-123)	(-350)	(-381)
<i>Al sector privado</i>	-84	-367	-279	-515
Ingresos	(181)	(81)	(213)	(113)
Pagos	(-265)	(-448)	(-492)	(-628)
Inversiones	139	268	283	512
Financiación otorgada	-34	-31	-108	-47
Créditos	-7	-13	-40	26
Inversiones	-27	-18	-68	-73
<b>Capital a corto plazo y ajustes (b)</b>	<b>-24</b>	<b>-41</b>	<b>-58</b>	<b>-49</b>
<b>Instituciones bancarias</b>	<b>83</b>	<b>-77</b>	<b>-65</b>	<b>-387</b>
Banco de España	118	-39	92	-320
Resto entidades	-35	-38	-157	-67
<i>Posición al contado</i>	-9	-37	-79	-74
<i>Otras posiciones</i>	-114	-143	-129	-189
<i>Pesetas convertibles</i>	88	142	51	196

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

(b) Incluye diferencias de valoración.

corriente, no neutralizado por las salidas netas de capital a largo plazo, y también a la propia política de intervención en los mercados cambiarios practicada por el Banco de España, para evitar una excesiva apreciación de la peseta. Respecto a las pesetas convertibles, se ha pasado de un saldo de 51 m.m. en enero-septiembre de 1985 a 196 m.m. en igual período de 1986. Nuevamente, el diferencial de intereses favorable a la entrada de capitales en España y la apreciación de la peseta se constituyen en los factores determinantes de esta expansión, que alcanzó su máxima intensidad en los meses de verano, para reducirse en el mes de septiembre.

Por último, la rúbrica «Otras posiciones» recoge el cambio de normativa bancaria y refleja una mayor capacidad operativa por parte de las instituciones bancarias en sus operaciones a plazo y una ampliación de los límites de posición de contado concedidos por el Banco de España.

# El presupuesto de 1987

Las notas y cuadros que siguen a continuación pretenden ofrecer condensadamente el proyecto de Presupuesto de 1987 y facilitar su comparación con el de 1986.

## Índice de cuadros

1. Presupuesto del Estado.
  - 1.a. Impuestos.
  - 1.b. Transferencias corrientes.
  - 1.c. Transferencias de capital.
  - 1.d. Financiación
2. Presupuesto de los Organismos Autónomos Administrativos.
3. Presupuesto de los Organismos Autónomos Comerciales y Financieros.
4. Presupuesto de la Seguridad Social.
  - 4.a. Gastos por funciones.
5. Presupuesto consolidado del Estado y los Organismos Autónomos Administrativos.
6. Presupuesto consolidado del Estado y los Organismos Autónomos.
7. Presupuesto consolidado del Estado, los Organismos Autónomos Administrativos y la Seguridad Social.
8. Presupuesto consolidado del Estado, los Organismos Autónomos y la Seguridad Social.
9. Transferencias corrientes internas.
10. Transferencias de capital internas.

## Notas

1.—Los cuadros 1 a 4 presentan y comparan los presupuestos iniciales de 1986 y 1987 del Estado, los Organismos Autónomos Administrativos (OAA), los Organismos Autónomos Comerciales y Financieros (OAC) y de la Seguridad Social, respectivamente. El cuadro 1, referido al Estado, recoge consolidados los presupuestos «A» (del Estado estrictamente) y «B» (de acciones conjuntas España-CEE), siendo las partidas comparables en lo fundamental entre los dos años, aunque sigue el proceso de reordenación del Estado y sus Organismos Autónomos, por lo que para valorar el Presupuesto deben examinarse consolidados los presupuestos de estas instituciones. En el presupuesto consolidado del Estado y los OAA, se da una diferencia resaltable entre 1986 y 1987, debida al tratamiento de los gastos de Universidades: en 1986, estos gastos formaban parte del consumo

público de los OAA, y en 1987 figuran como transferencias del Estado a Entes Públicos, aunque disminuidas por la financiación propia de las Universidades. En el cuadro 4, de la Seguridad Social, se consideran cotizaciones (como en 1986) los pagos de las cotizaciones por desempleo y de las bonificaciones a empresas, en lugar de ingresos por transferencia como han sido presentados en el presupuesto de 1987.

2.—Los cuadros 5 a 8 presentan consolidados los presupuestos anteriores, según los cuadros de transferencias internas entre instituciones, que se recogen en los cuadros 9 y 10, referidos, respectivamente, a las transferencias corrientes y de capital. En aquellos cuadros, el 7 consolida los presupuestos del Estado, los OAA y la Seguridad Social, que son las instituciones que, junto con los Entes Territoriales, integran las Administraciones Públicas.

3.—Con las reservas que suscitan los presupuestos iniciales para el análisis de la política fiscal, pues los ingresos son estimaciones y los pagos se ven modificados a lo largo del ejercicio, cabe apuntar, apoyándose en el cuadro 7, que se prevé una reducción del déficit en 1987. El saldo inicial de las operaciones no financieras se reduce desde 1.428 m.m. en 1986 a 1.293 m.m. en 1987. Esta disminución, de 135 m.m., casi coincide con la que registra el saldo del Estado, ya que tanto los OAA como la Seguridad Social presentan presupuestos prácticamente equilibrados en 1986 y 1987, a partir de las transferencias que reciben del Estado. La reducción del déficit, que tiene gran verosimilitud, resulta de unos crecimientos de los ingresos y gastos no financieros del 11,4 % y 8,6 %, respectivamente. En los primeros, sobresale el crecimiento esperado de los impuestos y cotizaciones, frente al avance moderado de las transferencias y el retroceso del resto de los ingresos. En los gastos, se resalta el nulo crecimiento del pago de intereses, después de los años pasados de fuerte crecimiento. Los gastos corrientes —consumo público y transferencias— y los gastos de capital crecen dentro del mismo orden de magnitud, a tasas del 8,3 % (9,2 % los gastos corrientes distintos de los intereses) y del 10,7 %, respectivamente, pero, en los gastos de capital, las inversiones directas aumentan en un 14,2 %, en tanto que las transferencias lo hacen sólo en un 7,2 %.

4.—En la evolución de los impuestos, se da un fuerte contraste entre el crecimiento de los impuestos directos y el de los indirectos, como puede verse

en el cuadro 1.a, referido a los impuestos del Estado. Los primeros crecen en un 11,5 %, mientras que los segundos aumentan en un 22,1 %. A su vez, dentro de los impuestos directos, el proyecto de Presupuesto contempla un crecimiento mayor de los impuestos sobre sociedades (20,8 %) que el de los impuestos sobre la renta de las personas físicas (9,1 %). En los impuestos indirectos, la comparación entre 1986 y 1987 está todavía alterada por la introducción del IVA (períodos de recaudación), pero cabe resaltar el aumento previsto de éste (32,1 %), el aumento de los impuestos especiales (50,3 %) y el de ingresos por monopolios (96,9 %). Respecto de estos últimos, la alta tasa de crecimiento que resulta de la comparación de las cifras absolutas presupuestadas en ambos años se debe a la moderada cifra que se presupuestó en 1986, cuando aún no se conocía la magnitud del descenso de los precios internacionales de los crudos de petróleo. De hecho, la estimación para 1987, de 128 m.m., se ha superado ya ampliamente en 1986, estando previsto en 1987 un desplazamiento de ingresos por cuenta de la renta de monopolios hacia los impuestos especiales. Los impuestos relativos al tráfico exterior disminuirán en un 2,7 %.

Estas estimaciones de los ingresos se sustentan en algunos cambios legales de importancia modesta comparados con las modificaciones de 1986.

En el impuesto sobre la renta de las personas físicas, se suben las deducciones fijas en un 5 %, se reduce del 15 % al 10 % la deducción por primas de seguros, se suprimen las deducciones por suscripción de renta fija (incluida la Deuda Pública) y se rebaja del 17 % al 10 % la aplicable por la suscripción de renta variable. Estos cambios repercutirán en la recaudación de la cuota diferencial de 1988. Por otra parte, se elevan los tipos de retención sobre rendimientos de actividades profesionales (del 5 al 10 %) y el de pagos fraccionados (que se situará en el 20 %, desde el 10 % actual). Por último, el tipo de retenciones sobre las rentas de capital pasa del 18 al 20 %, afectando esta subida también al impuesto sobre sociedades. Estos cambios implican un adelantamiento de la recaudación a costa de la cuota diferencial de 1988.

En los impuestos indirectos, está prevista una subida sustancial de los impuestos especiales que afectan al tabaco y a las bebidas alcohólicas, y debe considerarse también un cambio legal de reducción arancelaria del 12,5 % que tendrá lugar en enero, prevista en el acuerdo con la CEE.

5.—Por lo que se refiere a las cotizaciones, el crecimiento de las correspondientes a la Seguridad Social es del 9,5 %, y del 6,5 % las del desempleo, orgánicamente atribuidas al INEM. Está previsto mantener los tipos de cotización, y se elevarán en un 5 % las bases mínimas y las máximas.

6.—Para el examen de los gastos, deben tratarse consolidados los presupuestos del Estado y los OAA (Administración Central). Las remuneraciones de personal de ésta crecen en un 3,1 %, pero esta tasa se elevaría al 7,8 % en una comparación homogénea entre 1986 y 1987 de los gastos de Universidades. Los gastos de personal de la Seguridad Social se incrementarán en un 11,4 %. Para todos los trabajadores públicos está prevista una revisión del 5 %, explicándose la superación de esta tasa por aumentos de plantillas, por deslizamientos y por la incidencia en el presupuesto de 1987 de revisiones salariales realizadas a lo largo de 1986.

7.—Las compras de bienes y servicios de la Administración Central crecerán en un 5,5 %, incrementándose las dedicadas a defensa en un 8,4 %. Las de la Seguridad Social, que contemplan los conciertos sanitarios, se incrementarán en un 15,2 %, resultando un aumento del 10,6 % para las Administraciones Públicas.

8.—El crecimiento previsto de las inversiones directas de las Administraciones Públicas permitirá un incremento de la inversión pública en términos reales. Los gastos de la Administración Central aumentarán en un 12,6 %, y los de la Seguridad Social en un 25,4 %. Dentro de las inversiones del Estado, cuyo aumento es del 20,4 %, las vinculadas a la ley de 1982 de modernización de las Fuerzas Armadas crecerán en un 23,9 %, representando el 42 % de los gastos del capítulo. El resto se concentra principalmente en los departamentos de Obras Públicas y Urbanismo (29,0 %), y Transportes, Turismo y Comunicaciones (11 %).

9.—Las transferencias del Estado, cuya desagregación puede verse en el cuadro 1.b, arrojan un crecimiento del 11,0 %, incluyendo esta tasa la asignación mencionada de los gastos para Universidades (más de 60 m.m.) y la compensación a las Corporaciones Locales, por unos 58 m.m., por un trimestre más que en 1986, de los ingresos dejados de percibir por la implantación del IVA. Excluyendo esas cantidades, el incremento de las transferencias se reduciría al 7,5 %. Al examinar el cuadro, debe tenerse en cuenta

que se ha cambiado la adscripción de algunos Organismos Autónomos (entre Administrativos y Comerciales) y la canalización de las Transferencias a la CEE. Así se explica, por ejemplo, el fuerte incremento de las transferencias a los OAC (a través del FORPPA) y la caída de las destinadas a empresas privadas.

10.—El capítulo de transferencias de capital del Estado —cuadro 1.c— crece en un 3,0 %, observándose variaciones intensas entre los diversos destinatarios, que se deben a motivos similares a los indicados para las transferencias corrientes.

11.—El examen de las transferencias corrientes de la Seguridad Social, cuyo crecimiento será del 9,4 %, merece hacerse a partir de la clasificación funcional del gasto, que se presenta en el cuadro 4.a. Las prestaciones económicas crecerán en un 9,6 %, y, dentro de ellas, las pensiones se incrementarán en un 10,1 %. Esta tasa se deriva de una revisión del 5 % de las pensiones, de un crecimiento en torno al 4 % del número de pensionistas y del alza de la pensión media por la renovación del colectivo.

Por lo que respecta a otra importante rúbrica de las prestaciones económicas a las familias, las transferencias por desempleo del INEM crecerán en torno al 2,3 %.

12.—Las directrices del Presupuesto sobre financiación del déficit del Estado son menos detalladas que en años anteriores, lo que concede mayor flexibilidad para instrumentar la política financiera y monetaria. El presupuesto establece que el saldo vivo de la deuda pública de cualquier tipo y del endeudamiento exterior no supere, al final del ejercicio, en 1.410 m.m. el endeudamiento al principio de año. En este límite, revisable en función de las modificaciones netas de créditos de los capítulos I al VIII, se incluyen los 35 m.m. que como máximo podrán alcanzar las emisiones netas de cédulas para inversión y la asunción posible de deudas de otras instituciones, aunque se excluyen 100 m.m. de obligaciones y créditos del INI que está previsto asumir el 1 de enero de 1987 y la deuda exterior en que se incurra por la ejecución de los acuerdos de cooperación con EE.UU. Por otro lado, el recurso del Estado al Banco de España podrá aumentar en el equivalente a un 12 % de los gastos de los capítulos I al VIII autorizados por la Ley de Presupuesto. El cuadro 1.d refleja el detalle de las operaciones financieras previstas en el Presupuesto.

### 1. Presupuesto del Estado: presupuesto A+B

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>5.598</b>	<b>6.360</b>	<b>13,6</b>
Impuestos directos y cotizaciones	2.231	2.487	11,5
Impuestos indirectos	2.401	2.933	22,1
Tasas y otros ingresos	321	279	-13,1
Transferencias corrientes	341	366	7,3
Ingresos patrimoniales	209	95	-54,5
Enajenación inversiones	4	7	75,0
Transferencias de capital	91	193	112,8
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>7.036</b>	<b>7.676</b>	<b>9,1</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>5.863</b>	<b>6.386</b>	<b>8,9</b>
Remuneraciones de personal	1.453	1.592	9,5
Compra de bienes y servicios	212	233	9,9
Intereses	894	892	-0,2
Transferencias corrientes	3.304	3.669	11,0
<b>Gastos de capital</b>	<b>1.173</b>	<b>1.290</b>	<b>10,0</b>
Inversiones reales	470	566	20,4
Transferencias de capital	703	724	3,0
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>-1.438</b>	<b>-1.316</b>	<b>-</b>

### 1.b. Presupuesto del Estado: transferencias corrientes

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>TOTAL</b>	<b>3.304</b>	<b>3.669</b>	<b>11,0</b>
Org. Autónomos Administrativos	519	455	-12,4
<i>De las cuales:</i>			
<b>INEM</b>	<b>386</b>	<b>406</b>	<b>5,1</b>
Seguridad Social	946	1.081	14,2
Org. Autónomos Comerciales	76	168	120,5
<i>De las cuales:</i>			
<b>FORPPA</b>	<b>20</b>	<b>88</b>	
<b>SENPA</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	
Empresas y Entes Públicos	188	268	42,3
<i>De las cuales:</i>			
<b>RENFE</b>	<b>128</b>	<b>140</b>	<b>9,3</b>
<b>HUNOSA</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>-</b>
<b>Universidades</b>	<b>-</b>	<b>60</b>	<b>-</b>
Comunidades Autónomas	430	455	12,4
Corporaciones Locales	443	529	19,3
Empresas privadas	173	120	-30,4
<i>De las cuales:</i>			
<b>Autopistas</b>	<b>54</b>	<b>84</b>	
Familias	337	364	7,9
<i>De las cuales:</i>			
<b>Gratuidad enseñanza</b>	<b>124</b>	<b>145</b>	<b>16,5</b>
<b>Pensiones de guerra</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	
Exterior	189	229	6,2

### 1.a. Presupuesto del Estado: impuestos

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>Impuestos directos</b>	<b>2.231</b>	<b>2.487</b>	<b>11,5</b>
Impuestos s/Renta Personas Físicas		1.700	1.854
			9,1
Impuestos sobre Sociedades	452	546	20,8
Imp. General sobre Sucesiones	12	7	-40,9
Imp. Extraordinario sobre el Patrimonio	11	10	-7,3
Otros	56	70	24,9
<b>Impuestos indirectos</b>	<b>2.401</b>	<b>2.933</b>	<b>22,1</b>
Imp. sobre Transmisiones Patrimoniales	139	107	-22,9
Impuesto sobre el Valor Añadido	1.355	1.790	32,1
Impuestos Especiales	413	620	50,3
Impuesto sobre Tráfico Exterior	237	231	-2,7
Monopolios Fiscales	65	128	96,9
Otros	192	57	-71,4

### 1.c. Presupuesto del Estado: transferencias de capital

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>TOTAL</b>	<b>703</b>	<b>724</b>	<b>2,9</b>
Org. Autónomos Administrativos	112	71	-36,2
Org. Autónomos Comerciales y Financieros	137	106	-22,6
<i>De las cuales:</i>			
<b>INI</b>	<b>100</b>	<b>60</b>	
Empresas Públicas	89	97	8,5
<i>De las cuales:</i>			
<b>RENFE</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	
Comunidades Autónomas	180	191	6,1
Corporaciones Locales	20	20	-
Empresas privadas	80	86	8,0
<i>De las cuales:</i>			
<b>Reconversión</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	
<b>Primas Const. Naval</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	
Familias	80	147	83,0
<i>De las cuales:</i>			
<b>Fondo Soc. Europeo</b>	<b>51</b>	<b>100</b>	
<b>Subsid. prest. viviendas</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	
Exterior	2	2	

### 1.d. Presupuesto del Estado: financiación

	m.m.	
	1986	1987
<b>DEFICIT (Vp-Va)</b>	<b>1.438</b>	<b>1.316</b>
<b>Variación de activos (Va)</b>	<b>252</b>	<b>143</b>
Adquisición de activos (a)	43	43
Contrapartidas deuda asumida	209	100
<b>Variación de pasivos (Vp)</b>	<b>1.690</b>	<b>1.459</b>
Pagarés del Tesoro	600 (b)	1.410(b)
Deuda pública y créditos exteriores	220	—
<i>Emisión</i>	420 (b)	—
<i>Amortizaciones</i>	-200	-200
Deuda asumida	209	100
Banco de España	661 (c)	—

- (a) Capítulo VIII de gastos menos capítulos VIII de ingresos.  
 (b) Límites máximos autorizados, aunque para 1986 la ley de presupuestos autorizaba la sustitución de créditos del Banco de España por mayores emisiones de Deuda del Estado o del Tesoro.  
 (c) Obtenido por diferencia.

### 3. Presupuesto de los Organismos Autónomos, Comerciales, Industriales y Financieros

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>884</b>	<b>874</b>	<b>-1,1</b>
Impuestos directos y cotizaciones	1	—	—
Impuestos indirectos	—	—	—
Tasas y otros ingresos	3	4	33,3
Transferencias corrientes	75	166	—
Ingresos patrimoniales	656	589	-10,2
Enajenación inversiones	1	—	—
Transferencias de capital	148	115	-22,3
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>883</b>	<b>976</b>	<b>10,5</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>616</b>	<b>685</b>	<b>11,2</b>
Remuneraciones de personal	93	125	34,4
Compra de bienes y servicios	21	25	19,0
Intereses	296	302	2,0
Transferencias corrientes	206	233	13,1
<b>Gastos de capital</b>	<b>267</b>	<b>291</b>	<b>9,0</b>
Inversiones reales	74	87	17,6
Transferencias de capital	193	204	5,7
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>1</b>	<b>-102</b>	<b>—</b>

### 2. Presupuesto de los Organismos Autónomos Administrativos

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>1.337</b>	<b>1.252</b>	<b>-6,4</b>
Impuestos directos y cotizaciones	617	657	6,5
Impuestos indirectos	—	—	—
Tasas y otros ingresos	63	42	-33,3
Transferencias corrientes	535	471	-12,0
Ingresos patrimoniales	8	7	-12,5
Enajenación inversiones	2	4	100,0
Transferencias de capital	112	71	36,6
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>1.325</b>	<b>1.238</b>	<b>-6,6</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>1.162</b>	<b>1.102</b>	<b>-5,2</b>
Remuneraciones de personal	176	88	-50,0
Compra de bienes y servicios	95	91	-4,2
Intereses	5	6	20,0
Transferencias corrientes	886	917	3,5
<b>Gastos de capital</b>	<b>163</b>	<b>136</b>	<b>-16,6</b>
Inversiones reales	92	68	-26,1
Transferencias de capital	71	68	-4,2
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>16,7</b>

### 4. Presupuesto de la Seguridad Social

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>3.937</b>	<b>4.362</b>	<b>10,8</b>
Impuestos directos y cotizaciones	2.940	3.221	9,5
Impuestos indirectos	—	—	—
Tasas y otros ingresos	42	45	7,0
Transferencias corrientes	941	1.081	14,8
Ingresos patrimoniales	9	12	33,0
Enajenación inversiones	1	1	—
Transferencias de capital	4	2	—
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>3.941</b>	<b>4.354</b>	<b>10,5</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>3.882</b>	<b>4.280</b>	<b>10,2</b>
Remuneraciones de personal	651	725	11,4
Compra de bienes y servicios	328	378	15,2
Intereses	1	1	—
Transferencias corrientes	2.902	3.176	9,4
<b>Gastos de capital</b>	<b>59</b>	<b>74</b>	<b>25,4</b>
Inversiones reales	59	74	25,4
Transferencias de capital	—	—	—
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>-3</b>	<b>8</b>	<b>—</b>

**4.a. Presupuesto de la Seguridad Social:  
gastos por funciones**

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>TOTAL</b>	<b>3.941</b>	<b>4.354</b>	<b>10,5</b>
<b>Prestaciones económicas</b>	<b>2.699</b>	<b>2.959</b>	<b>9,6</b>
Pensiones	2.417	2.661	10,1
ILT	180	200	10,7
Invalidez provisional	41	42	2,7
Protec. a la familia	50	45	-9,5
Otras	11	11	-
<b>Asistencia sanitaria</b>	<b>1.011</b>	<b>1.121</b>	<b>10,8</b>
Con medios propios	676	761	12,6
Con medios ajenos	162	176	8,6
Farmacia (recetas)	173	184	6,0
<b>Servicios Sociales</b>	<b>47</b>	<b>58</b>	<b>22,4</b>
<b>Adm. General</b>	<b>137</b>	<b>156</b>	<b>14,2</b>
<b>Inversiones reales</b>	<b>59</b>	<b>74</b>	<b>25,7</b>
<b>Dotaciones de amortización (-)</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	

**6. Presupuesto consolidado del Estado  
y los Organismos Autónomos**

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>6.749</b>	<b>7.454</b>	<b>10,4</b>
Impuestos directos y cotizaciones	2.849	3.144	10,3
Impuestos indirectos	2.401	2.933	22,1
Tasas y otros ingresos	387	324	-16,3
Transferencias corrientes	174	221	27,0
Ingresos patrimoniales	873	692	-20,7
Enajenación inversiones	7	11	57,1
Transferencias de capital	58	128	120,7
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>8.173</b>	<b>8.858</b>	<b>8,4</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>6.863</b>	<b>7.393</b>	<b>7,7</b>
Remuneraciones de personal	1.722	1.805	4,8
Compra de bienes y servicios	329	349	6,1
Intereses	1.195	1.200	0,4
Transferencias corrientes	3.617	4.039	11,7
<b>Gastos de capital</b>	<b>1.310</b>	<b>1.465</b>	<b>11,8</b>
Inversiones reales	637	721	13,2
Transferencias de capital	673	744	10,5
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>-1.424</b>	<b>-1.403</b>	<b>-</b>

**5. Presupuesto consolidado del Estado  
y los Organismos Autónomos Administrativos**

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>6.258</b>	<b>7.026</b>	<b>12,3</b>
Impuestos directos y cotizaciones	2.848	3.144	10,4
Impuestos indirectos	2.401	2.933	22,1
Tasas y otros ingresos	384	321	-16,4
Transferencias corrientes	347	371	7,0
Ingresos patrimoniales	217	103	-52,5
Enajenación inversiones	6	11	83,3
Transferencias de capital	55	143	160,0
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>7.683</b>	<b>8.327</b>	<b>8,4</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>6.495</b>	<b>7.023</b>	<b>8,1</b>
Remuneraciones de personal	1.629	1.680	3,1
Compra de bienes y servicios	307	324	5,5
Intereses	899	898	-0,1
Transferencias corrientes	3.660	4.121	12,6
<b>Gastos de capital</b>	<b>1.188</b>	<b>1.304</b>	<b>9,8</b>
Inversiones reales	563	634	12,6
Transferencias de capital	625	670	7,2
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>-1.425</b>	<b>-1.301</b>	<b>-</b>

**7. Presupuesto consolidado del Estado,  
sus Organismos Autónomos Administrativos  
y la Seguridad Social**

	m.m., %		
	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>9.251</b>	<b>10.305</b>	<b>11,4</b>
Impuestos directos y cotizaciones	5.788	6.365	9,9
Impuestos indirectos	2.401	2.933	22,1
Tasas y otros ingresos	427	366	-14,3
Transferencias corrientes	346	371	7,2
Ingresos patrimoniales	226	115	-50,6
Enajenación inversiones	7	12	-
Transferencias de capital	56	143	-
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>10.679</b>	<b>11.598</b>	<b>8,6</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>9.435</b>	<b>10.221</b>	<b>8,3</b>
Remuneraciones de personal	2.280	2.405	5,5
Compra de bienes y servicios	635	702	10,6
Intereses	900	899	-0,1
Transferencias corrientes	5.620	6.215	10,6
<b>Gastos de capital</b>	<b>1.244</b>	<b>1.377</b>	<b>10,7</b>
Inversiones reales	620	708	14,2
Transferencias de capital	624	669	7,2
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>-1.428</b>	<b>-1.293</b>	<b>-</b>



**8. Presupuesto consolidado del Estado,  
sus Organismos Autónomos y la Seguridad Social**

m.m., %

	1986	1987	87/86
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>9.742</b>	<b>10.732</b>	<b>10,1</b>
Impuestos directos y cotizaciones	5.789	6.365	9,9
Impuestos indirectos	2.401	2.933	22,1
Tasas y otros ingresos	430	369	-14,2
Transferencias corrientes	173	221	26,8
Ingresos patrimoniales	881	704	-20,8
Enajenación inversiones	8	12	50,0
Transferencias de capital	60	128	-
<b>GASTOS NO FINANCIEROS</b>	<b>11.170</b>	<b>12.129</b>	<b>8,5</b>
<b>Gastos corrientes</b>	<b>9.803</b>	<b>10.592</b>	<b>8,0</b>
Remuneraciones de personal	2.373	2.530	6,6
Compra de bienes y servicios	657	728	10,6
Intereses	1.196	1.201	0,4
Transferencias corrientes	5.577	6.133	9,9
<b>Gastos de capital</b>	<b>1.367</b>	<b>1.537</b>	<b>12,0</b>
Inversiones reales	695	795	14,4
Transferencias de capital	671	742	9,6
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>-1.428</b>	<b>-1.397</b>	<b>-</b>

**9. Presupuesto: Transferencias internas corrientes**

m.m.

DE \ A	1986				1987			
	Estado	OAA	OAC	Seguridad Social	Estado	OAA	OAC	Seguridad Social
Estado	-	10	153	-	-	10	132	-
OAA	519	1	17	-	455	-	15	-
OAC	76	-	1	-	168	-	1	-
Seguridad Social	941	1	-	-	1.081	1	-	-

**10. Presupuesto: Transferencias internas corrientes**

m.m.

DE \ A	1986				1987			
	Estado	OAA	OAC	Seguridad Social	Estado	OAA	OAC	Seguridad Social
Estado	-	35	3	-	-	50	16	-
OAA	111	-	-	-	71	-	-	-
OAC	137	-	5	-	106	-	7	-
Seguridad Social	2	-	-	-	2	-	-	-



Información del Banco de España

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

Modificaciones en octubre 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		
<b>SIETE GRANDES BANCOS</b>										
ESPAÑOL DE CREDITO (4-X-86) .....	9,25	11,00	13,00	13,75	14,75	12,75	14,25	14,75	=	=
<b>RESTO COMERCIALES Y MIXTOS</b>										
ALBACETE (23-X-86) .....	9,25	11,00	13,00	13,75	14,75	12,75	14,25	14,75	=	21,00
ALICANTINO DE COMERCIO (16-X-86) .....	9,25	11,00	13,00	13,75	14,75	12,75	14,25	14,75	=	21,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO (22-X-86) .....	9,00	11,00	12,50	13,25	=	13,00	14,00	=	=	=
ETCHEVERRIA (13-X-86) .....	9,50	10,50	11,00	14,00	14,00	=	=	=	=	=
EXPORTACION (21-X-86) .....	9,50	11,50	13,50	14,50	15,50	14,00	15,50	=	19,00	19,00
GENERAL (11-X-86) .....	9,25	11,00	13,00	13,75	14,75	12,75	14,25	14,75	=	21,00
HERRERO (15-X-86) .....	=	=	=	13,50	14,50	=	=	=	=	=
INTERNACIONAL DEL COMERCIO (6-X-86) .....	10,00	11,75	13,75	14,50	15,00	14,00	15,00	15,50	=	=
MARCH (17-X-86) .....	9,75	11,75	13,75	=	=	=	=	=	=	=
PENINSULAR (31-X-86) .....	9,25	11,00	13,00	13,75	14,75	12,75	14,25	14,75	=	21,00
SANTANDER DE NEGOCIOS (28-X-86) .....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	(2,00)
TRELLES (11-X-86) .....	9,25	11,00	13,00	13,75	14,75	12,75	14,25	14,75	=	21,00
<b>BANCOS EXTRANJEROS</b>										
AMERICA (6-X-86) .....	9,25	=	=	=	=	12,75	14,25	=	=	(4,00)
BANKERS TRUST (10-X-86) .....	=	=	=	=	=	=	11,75	12,50	=	=
BARCLAYS INTERNATIONAL (25-X-86) .....	=	=	=	=	13,25	=	=	=	=	=
COMMERZBANK (30-X-86) .....	=	=	11,50	12,00	13,00	11,88	12,00	13,50	15,75	15,75
DRESDNER BANK (2-X-86) .....	12,30	=	11,90	=	=	12,25	=	=	=	=
EXTERIOR DE LOS ANDES (28-X-86) .....	=	=	13,00	=	=	=	=	=	=	=
FIRST INTERSTATE (8-X-86) .....	=	=	=	=	=	12,00	=	=	=	=
FIRST BANK OF CHICAGO (6-X-86) .....	=	=	11,85	=	=	11,85	=	=	=	=
LONDRES AMERICA DEL SUR (1-X-86) .....	=	=	12,00	14,25	=	12,75	14,50	16,00	18,00	=
MIDLAND BANK (20-X-86) .....	=	=	=	=	=	13,00	=	=	16,00	=
MORGAN GUARANTY TRUST (3-X-86) .....	=	=	11,50	10,50	=	12,00	11,75	12,50	14,50	14,50

## (Continuación) 2

Modificaciones en octubre de 1986

	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
<b>CAJAS DE AHORRO</b>										
ANTEQUERA (2-X-86) .....	9,00	10,00	11,00	13,00	15,00	=	=	=	=	=
GALICIA (6-X-86) .....	=	=	12,50	14,00	14,50	12,00	12,50	13,50	=	=
GRANADA MONTE (31-X-86) .....	=	=	=	13,00	15,00	11,00	12,50	14,00	=	=
HUELVA (22-X-86) .....	=	=	=	=	=	11,00	12,00	14,00	=	=
LEON (3-X-86) .....	=	=	=	12,00	12,50	12,50	13,00	13,50	=	=
MADRID (17-X-86) .....	=	=	9,25	=	=	=	=	=	=	=
ONTENIENTE (29-X-86) .....	8,50	10,50	12,50	13,50	14,50	12,00	13,00	14,00	=	=
ORENSE (2-X-86) .....	=	=	9,00	14,25	15,00	=	=	14,00	=	=

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

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

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

---

### COMUNICACIONES VARIAS

### CONTENIDO

---

Oficio circular de 24 de octubre de 1986  
(Ref. Int. CV 15/86)

Entidades delegadas. Inversiones extranjeras en instrumentos del mercado monetario español.

---