

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

marzo 1987

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T₆¹ Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio_t).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T₃³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₆⁶ 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).
- T₁₂¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

Advertencias

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

Indice

Página

- 4 Evolución monetaria
- 9 La balanza de pagos en 1986
- 15 Nueva presentación de las reservas exteriores en las estadísticas del registro de caja
- 17 Presentación de los nuevos cuadros de ALP y sus contrapartidas
- 24 Los mercados financieros internacionales en 1986
- 32 La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología
- 53 Información del Banco de España
- 54 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en febrero de 1987
- 56 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
- 57 Indicadores económicos

Evolución monetaria

Los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en febrero un 16,7 % en tasa intermensual elevada a anual, según cifras provisionales. Este ritmo de expansión supone un notable aumento de las tasas de crecimiento de las magnitudes monetarias, respecto de los niveles más moderados que estas venían mostrando en el último trimestre de 1986 y el descenso que registraron en el mes de enero. Con estos datos provisionales, el incremento acumulado de los ALP en los dos meses transcurridos del año ha sido del 12,4 %, desbordando holgadamente la banda de objetivos establecida para 1987.

Las disponibilidades líquidas mostraron en el mes de febrero una aceleración en su ritmo de expansión. El crecimiento intermensual de este agregado alcanzó una tasa del 10 %, como resultado de una fuerte recuperación de los depósitos de la banca y de las cajas de ahorro (6,4 % y 14,6 %, respectivamente) y del mantenimiento del elevado ritmo de crecimiento que viene mostrando el efectivo en manos del público (12,4 %). A esta expansión de las disponibilidades líquidas se añadió un intenso crecimiento de los *otros activos líquidos*. De entre ellos, cabe destacar: la expansión del saldo de pagarés del Tesoro en manos del público, que creció en 104 m.m., en términos de medias mensuales, a pesar de los fuertes vencimientos que tuvieron lugar en este mes; las cesiones temporales de otros activos, que aumentaron en 47 m.m. y, por último, el incremento en el saldo de operaciones de seguro de las cajas de ahorro, en 38 m.m. La evolución de este último tipo

1. Agregados monetarios (Ø) (*) (1)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T ₁) %				Variación acumulada desde DIC de 1986 %	
		FEB (p)	DIC	ENE	FEB (p)	ENE	FEB (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	28.641	13,7	8,1	16,7	8,1	12,3	
Disponibilidades líquidas (M ₃)	22.428	13,1	1,4	10,0	1,4	5,6	
<i>Efectivo</i>	2.346	11,1	14,1	12,4	14,1	13,2	
<i>Depósitos de la banca</i>	10.331	9,1	-2,4	6,4	-2,4	1,9	
<i>Depósitos de las cajas</i>	8.627	20,4	0,1	14,6	0,1	7,1	
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.124	1,2	24,6	4,9	24,6	14,3	
Otros activos líquidos	6.213	16,0	37,2	44,6	37,2	40,9	
<i>Pagarés del Tesoro (b)</i>	3.640	8,6	36,1	41,8	36,1	38,9	
<i>Otros activos (c)</i>	2.573	27,5	38,9	48,7	38,9	43,7	

(a) Banco de España y cooperativas.

(b) Adquiridos en firme o temporalmente.

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11, y *Boletín Estadístico*, cuadros IX-1 a IX-3.

(p) Provisional.

(1) Los cálculos están realizados incorporando los nuevos factores estacionales provisionales.

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

	Saldos m.m. (p)			Variación intermensual (T ₁) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %	
	DIC	ENE (p)	FEB (p)	DIC	ENE (p)	FEB (p)	ENE(p)	FEB (p)
Financiación total	31.151	31.269	31.768	10,1	4,6	20,9	4,6	12,5
Sector público	11.488	11.532	11.579	12,0	4,7	5,0	4,7	4,8
Sector privado	19.663	19.737	20.189	9,1	4,6	31,2	4,6	17,2
Crédito	18.121	18.182	18.638	9,7	4,1	34,6	4,1	18,4
Banca	10.777	10.753	11.094	6,0	-2,6	45,6	-2,6	19,0
Cajas	4.685	4.746	4.839	18,6	16,8	26,3	16,8	21,4
Resto	2.659	2.683	2.705	10,0	11,4	10,3	11,4	10,8
Valores y mercados monetarios	1.542	1.555	1.551	4,0	10,6	-3,0	10,6	3,6

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 12 y 13, y *Boletín Estadístico*, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8, IX-9 y IX-10.

(p) Provisional.

3. Tipos de interés (Ø)

%

Tipo	Plazo d=día m=mes a=año	1985 DIC	1986			1987		1987	
			Medias mensuales			Medias decenales: FEB			
			DIC	ENE	FEB	1	2	3	
BANCO DE ESPAÑA:									
Préstamos de regulación	1 d.	10,5	11,7	12,2	12,6	12,4	12,5	12,9	
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	9,3	-	-	-	-	-	-	
Venta de pagarés del Tesoro	1 a. ó más	9,5	7,5	7,3	7,8	7,8	7,9	7,9	
TESORO:									
Subasta de pagarés	18 m.	-	8,0	8,0	8,0	-	8,0	8,0	
INTERBANCARIO:									
Depósitos y dobles	1 d.	9,9	11,4	11,5	12,0	11,5	12,2	12,3	
Depósitos	3 m.	10,5	11,8	12,4	12,6	12,4	12,5	13,0	
	6 m.	11,0	11,5	12,1	12,3	12,1	12,2	12,6	
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	9,5	8,0	7,6	7,7	7,5	7,8	7,8	
	6 m.	9,4	7,8	7,7	7,8	7,7	7,9	7,9	
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	9,4	7,8	7,6	7,9	7,9	7,8	7,9	
MERCADO MONETARIO BURSÁTIL:									
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	9,2	7,7	7,6	7,8	7,8	7,7	7,6	
BANCARIOS:									
Depósitos de la banca	1 a.	9,9	8,8	8,7	8,7	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	9,5	8,9	8,8	8,7	...	...	...
Crédito de la banca									
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	15,5	14,4	14,5	14,7	...	...	...
<i>A interés variable</i>		11,8	12,5	12,6	12,7	...	...	...
<i>Preferencial</i>	1 a.	14,8	14,2	14,2	14,2	...	...	...
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a.	15,6	14,7	14,8	14,6	...	...	...
RENTABILIDADES BURSÁTILES:									
Deuda pública	2 a. ó más	12,3	10,4	10,7	10,6	...	...	...
Obligaciones eléctricas	3 a. ó más	14,9	13,3	13,7	14,1	...	...	...

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

de activos no parece confirmar la moderación en su crecimiento que cabía esperar de las disposiciones legales de finales de diciembre de 1986, que dificultaban su opacidad fiscal.

La información parcial disponible, basada en los avances de estados financieros de bancos y cajas, en las necesidades de financiación del Estado y en la evolución de las reservas exteriores, permite estimar que el alto ritmo de crecimiento de los activos líquidos en febrero estuvo asociado principalmente a un fuerte crecimiento del crédito interno al sector privado y a un comportamiento expansivo del sector exterior, mientras que las necesidades de endeudamiento neto del sector público mostraron una cierta moderación. Según las estimaciones realizadas, el crecimiento intermensual de la financiación otorgada al sector privado por el sistema crediticio y los mercados monetarios fue, en febrero, del 31 %. Aunque parte de esta evolución pueda corresponder a una compensación del bajo crecimiento experimentado en enero, la expansión media en los dos primeros meses del año del crédito interno al sector privado se sitúa en el 17 %, cifra que rebasa ampliamente las previsiones para 1987. Por el contrario, el crecimiento acumulado estimado del crédito interno al sector público en enero y febrero, un 4,8 %, con una evolución muy similar en ambos meses se sitúa, por debajo del ritmo previsto para el conjunto del año. Hay que tener en cuenta que la evolución descrita está basada en datos provisionales y que aún no se dispone de factores estacionales convenientemente actualizados para las series de crédito en 1987. Por estas razones, las tasas suministradas deben considerarse con ciertas reservas, aunque ello no suponga poner en tela de juicio los rasgos fundamentales señalados.

Los mercados monetarios han estado influenciados durante el mes de febrero por el tono restrictivo adoptado por la instrumentación de la política monetaria, con el objetivo de recuperar el control del crecimiento de los agregados. Los tipos de interés de los depósitos interbancarios se elevaron al compás de las sucesivas subidas del tipo marginal de la subasta de préstamos de regulación monetaria efectuadas por el Banco de España. Tras el alza de 1/8 de punto realizada al inicio de la segunda decena del mes, y al apreciarse una fuerte aceleración del ritmo de crecimiento de los agregados, el banco emisor procedió a elevar nuevamente su tipo de intervención en la tercera decena de febrero 3 días consecutivos, por un total de 0,5 puntos —hasta situarlo en el 13 %— y a drenar activos de caja mediante ventas de pagarés del Tesoro a 3 y 7 días, a un 12 % de interés. Al inicio del mes marzo, ante la evidencia de un importante

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

%

	1985 DIC	1986		1987	
		DIC	ENE	FEB	
EUROMERCADOS A 3 MESES:					
Dólar	8,0	6,2	6,1	6,3	
Franco suizo	4,2	4,2	3,6	3,6	
Marco	4,7	4,8	4,4	4,0	
Yen	7,5	4,4	4,2	4,2	
Franco francés	11,4	9,0	9,4	8,6	
Libra esterlina	11,7	11,3	11,1	10,8	
Media ponderada (a)	7,0	5,7	5,5	5,6	
Diferencial medio (b)	3,4	6,0	6,8	6,9	

- (a) Media de los tipos de las seis monedas antes citadas, ponderadas por su participación (66 %, 15 %, 13 %, 4 %, 1 % y 1 %, respectivamente) en la deuda exterior española (media de saldos a 31.12 de 1980, 1981 y 1982).
- (b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 23.

desbordamiento en la expansión de las magnitudes monetarias, el Banco de España subió en medio punto el tipo marginal de los préstamos —hasta el 13,5 %— y anunció la subida en un punto del coeficiente de caja con efectos legales a partir del 13 de marzo. En esta misma fecha, el tipo de intervención volvió a incrementarse hasta el 13,75 %. Simultáneamente a las alzas comentadas, se han registrado elevaciones en los tipos de interés interbancarios en todos los plazos y operaciones (ver cuadro 3). Se observa que la curva de rendimientos es relativamente ordenada, hasta el plazo de un mes, pero continúa estando invertida para los plazos superiores a tres meses.

En los mercados extranjeros, los tipos de interés a corto plazo continuaron, en líneas generales, la tendencia a la baja reanudada al inicio de 1987, con la única excepción del eurodólar a 3 meses, que incrementó su rentabilidad en 0,2 puntos. El franco francés, el marco alemán y la libra esterlina fueron las divisas que experimentaron un mayor descenso en sus tipos de interés. Aunque los datos del cuadro 4 reflejan un ligero aumento (0,1 punto) en el tipo medio ponderado de las seis principales divisas, dichas cifras no reflejan con exactitud la evolución real, dado que la ponderación actualmente utilizada —participación de estas divisas en la deuda exterior española en el período 1980-82— sobreestima el peso del dólar. La evolución en febrero de los tipos de interés en los mercados extranjeros, contraria a la línea alcista de los tipos de interés internos, se ha traducido en un nuevo aumento del diferencial de tipos a favor de

5. Tipos de cambio (∅)

	Situación en FEB 1987	Variaciones (%) (a)				
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1986	
		DIC	ENE	FEB	ENE	FEB
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:						
Del dólar frente a:						
Marco	1,827	-1,4	-7,3	-1,3	-7,3	-8,5
Yen	153,4	-0,2	-5,2	-0,5	-5,2	-5,6
Países desarrollados (b)	104,0 (c)	-1,1	-4,4	-1,4	-4,4	-5,8
De la peseta frente a:						
Dólar	128,8	1,0	4,1	0,5	4,1	4,7
Franco suizo	83,5	-	-2,9	-0,4	-2,9	-3,3
Marco	70,5	-0,5	-3,2	-1,0	-3,2	-4,1
Yen	83,9	0,7	-1,1	-	-1,1	-1,1
Libra esterlina	196,5	-0,4	-1,0	-0,7	-0,7	-1,7
Franco francés	21,2	-0,2	-1,6	-1,1	-1,1	-2,6
CEE (b)	72,2 (d)	-0,3	-2,1	-1,0	-2,1	-3,1
Países desarrollados (b)	67,6 (d)	-	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3
Principales acreedores (e)	54,6 (d)	0,5	1,8	0,1	1,8	1,9
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):						
De la peseta frente a:						
Dólar	... (d)	1,3	4,5	...	4,5	...
CEE (b)	95,7 (d)	-	-1,7	-1,0	-1,7	-2,6
Países desarrollados (b)	91,0 (d)	0,3	-0,4	-0,6	-0,4	-1,0

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: ∅ 1980-82=100.

(d) Índice base: ∅ 1980=100.

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

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 20 a 23, y *Boletín Estadístico*, cuadros XX-21 a XX-23.

la peseta, lo que ha continuado fomentando la entrada de capitales extranjeros a corto plazo.

Los mercados de cambio han adquirido mayor estabilidad en febrero, tras las bruscas oscilaciones registradas en enero con la fuerte caída del dólar y el reajuste de paridades en el Sistema Monetario Europeo. El dólar, no obstante, ha seguido depreciándose con respecto al marco (1,3 %) y al yen (0,5 %) y, en general, frente a las monedas de los países desarrollados (1,4 %). También la peseta ha mejorado ligeramente su posición con respecto al dólar (0,5 %), después de la fuerte apreciación de enero (4,1 %), pero se ha depreciado levemente respecto al resto de las principales divisas, de modo que la posición efectiva de la peseta frente al conjunto de las monedas de los países desarrollados ha caído en un 0,6 % en febrero y en un 1 % frente a las monedas de la CEE. Estas depreciaciones ascienden, para el conjunto de meses transcurridos del año, al 1,3 % y 3,1 %, respectivamente. La evolución del tipo de

cambio efectivo nominal de la peseta y la reducción del diferencial de inflación entre España y la CEE, han determinado una depreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta frente a la Comunidad Europea en los primeros meses del año del 2,6 %, tras una apreciación del 4,3 % en el conjunto de 1986.

La evolución de los factores autónomos de creación de activos de caja se ha caracterizado por un comportamiento expansivo en el mes de febrero en todos sus componentes. El sector público, con un efecto global moderadamente positivo, tuvo una evolución expansiva en la primera y en la tercera decena, disminuyendo su endeudamiento con el Banco de España en la parte central del mes. El sector exterior también registró una incidencia expansiva, que se mantuvo a lo largo de todo el mes. En su actuación reguladora, el Banco de España, al mismo tiempo que procedía a sucesivas elevaciones del tipo de intervención, instrumentó una elevada oferta de

6. Intervención del Banco de España

	FEB 1987	1986	1987		FEB 1987		
	Saldo a fin de mes en m.m.	DIC	ENE	FEB	1 dec	2 dec	3 dec
		Variaciones absolutas en m.m. (a)					
Activos de caja	3.949	177	-187	535	149	42	344
CONTRAPARTIDAS:							
Efectivo (b)	-2.310	-193	124	-12	-49	76	-39
Otros factores	4.513	118	97	245	135	-195	304
Sector exterior	2.054	-148	43	75	27	18	30
Sector público	1.854	142	189	89	134	-184	139
Otros fondos públicos	410	-	-28	-	-	-	-
Cuentas diversas	195	124	-107	81	-26	-29	135
Operaciones con las instituciones financieras	1.746	253	-408	302	63	161	79
Préstamos de regulación	525	380	-528	307	85	143	79
Cartera de pagarés del Tesoro	560	-112	132	-	-16	16	-
Dobles de pagarés del Tesoro (b)	-	-	-	-	-	-	-
Otros	661	-15	12	-5	-6	2	-
		Variaciones porcentuales sobre el mes anterior (T ₁)					
Activos de caja ajustados y desestacionalizados (∅)	-	13,9	1,0	10,7(p)	-	-	-
		Niveles medios en porcentajes					
EXCEDENTES DE CAJA (∅) (c):							
Sistema bancario	-	0,060	0,041	0,036	0,041	0,032	0,036
Banca	-	0,081	0,058	0,049	0,055	0,042	0,051
Cajas	-	0,035	0,021	0,022	0,026	0,021	0,019

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

(b) Aumento (-).

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

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5, y *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, IX-4 a IX-8.

(p) Provisional.

préstamos de regulación monetaria, proporcionando un préstamo neto al sistema bancario de 302 m.m. y aceptando un crecimiento elevado de los activos de caja. En consecuencia, los activos de caja corregidos y desestacionalizados, crecieron en febrero a un ritmo del 10,7 %, lo que, junto a la disminución del nivel medio de excedentes hasta el 0,036 %, permitió un notable crecimiento de los pasivos computables del 12,2 %, en términos desestacionalizados.

20-III-1987.

La balanza de pagos en 1986

En los cuadros adjuntos se presentan los datos provisionales de la balanza de pagos en pesetas y en dólares. Los valores correspondientes a la balanza por cuenta corriente han sido elaborados conjuntamente por la Secretaría de Estado de Comercio y el Servicio de Estudios del Banco de España. Los flujos de la balanza de pagos por cuenta de capital se han obtenido a partir del registro de caja del Banco de España, añadiendo una rúbrica de ajuste que recoge la diferencia entre los datos de cobros y pagos de bienes y servicios corrientes registrados por el Banco de España y los valores numéricos estimados por las dos instituciones antes señaladas para la balanza de pagos por cuenta corriente.

Balanza por cuenta corriente

Como puede observarse en los cuadros 1 y 2, la balanza de pagos por cuenta corriente registró en 1986 un superávit de 587 mil millones de pesetas (4.256 millones de dólares), lo que supuso un aumento de 121 mil millones de pesetas (1.600 millones de dólares), en relación al superávit registrado en 1985. Esta evolución favorable de nuestro saldo corriente con el exterior fue resultado de un claro deterioro en nuestra balanza de mercancías, que presentó un déficit de 868 mil millones de pesetas, frente a los 712 mil millones que registrara el año anterior, más que compensado por el comportamiento positivo de la balanza de servicios, cuyo saldo positivo (1.302 mil millones de pesetas) supuso un incre-

1. Balanza de pagos por cuenta corriente

m.m.

	1985			1986			% variación 1986-85	
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos
Exportaciones	4.004,9	-	4.004,9	3.727,3	-	3.727,3	-6,9	-
Importaciones	-	4.717,2	-4.717,2	-	4.595,7	4.595,7	-	-2,6
Balanza comercial	4.004,9	4.717,2	-712,3	3.727,3	4.595,7	-868,4	-6,9	-2,6
Fletes y seguros sobre transportes internacionales de mercancías	168,0	175,8	-7,8	167,2	164,7	2,5	-0,5	-6,3
Otros transportes	401,8	177,2	224,7	376,5	208,5	168,0	-6,3	17,7
Turismo y viajes	1.374,6	169,9	1.204,7	1.671,9	210,3	1.461,6	21,6	23,7
Rentas de inversión	288,3	595,6	-307,3	209,4	488,1	-278,7	-27,4	-18,0
Transacciones gubernamentales	14,4	64,4	-50,0	15,9	65,4	-49,5	9,7	1,4
Otros servicios y rentas	268,3	340,5	-72,2	332,8	334,1	-1,3	24,0	-2,0
Balanza de servicios	2.515,4	1.523,4	992,1	2.773,7	1.471,1	1.302,6	10,3	-3,4
Transferencias privadas	290,6	57,1	233,5	273,9	64,8	209,1	-5,7	13,5
Transferencias públicas	11,5	58,0	-46,5	328,7	384,6	-55,9	-	-
Balanza de transferencias	302,1	115,1	187,0	602,6	449,4	153,2	99,5	290,4
Balanza por cuenta corriente	6.822,7	6.356,1	466,6	7.103,6	6.516,2	587,4	4,1	2,5

2. Balanza de pagos por cuenta corriente

m.m. de dólares

	1985			1986			% variación 1986-85	
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos
Exportaciones	23.478	—	23.478	26.664	—	26.664	13,6	—
Importaciones	—	27.857	-27.857	—	32.931	-32.931	—	18,2
Balanza comercial	23.478	27.857	-4.379	26.664	32.931	-6.267	13,6	18,2
Fletes, transportes y seguros	3.359	2.082	1.277	3.897	2.676	1.221	16,0	29,0
Turismo y viajes	8.150	1.010	7.140	12.059	1.514	10.545	48,0	49,9
Rentas de inversión	1.692	3.502	-2.380	1.494	3.482	-1.988	-11,7	-0,5
Otros servicios y rentas	1.679	2.392	-712	2.504	2.852	-348	49,0	19,0
Balanza de servicios	14.880	8.986	5.325	19.954	10.524	9.430	34,1	17,1
Balanza de transferencias	1.809	672	1.137	4.348	3.256	1.092	140,4	384,5
Balanza por cuenta corriente	40.169	37.515	2.653	50.967	46.711	4.256	26,9	24,5

mento de 310 mil millones en relación con el superávit registrado en 1985. La balanza de transferencias, por último, alcanzó un ligero deterioro, al mostrar un superávit de 153 mil millones de pesetas, frente a los 183 mil millones del año precedente.

La evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente en términos nominales recoge comportamientos reales de muy distinto signo, así como los profundos cambios experimentados por la relación real de intercambio de la economía. La caída del 6,9% registrada en los ingresos de la balanza comercial supone, en términos reales, una tasa de variación ligeramente negativa, mientras que el retroceso del 2,6% de la importación de bienes en términos nominales lleva implícito un incremento real en torno al 18%.

Esta situación resulta todavía más desfavorable, si excluimos las importaciones y exportaciones de productos energéticos, que evolucionan con dinámica propia y que, en 1986, tuvieron una caída real en torno al 1% en términos de importaciones netas. Por el contrario, y según las cifras de Aduanas, mientras nuestras exportaciones de productos no energéticos decrecieron en un 7,8% en términos reales, nuestras importaciones no energéticas crecieron en un 24,4%. En este sentido, resulta interesante destacar la generalidad del aumento de la importación de productos no energéticos en todas las áreas económicas de procedencia, mientras que las exportaciones de este tipo de bienes tuvieron comportamientos geográficos muy variados: importante crecimiento real en las dirigidas a los países de la CEE y fuertes retrocesos en los que llevaban como destino Estados Unidos y, en general, todos los países en vías de desarrollo, exportadores de petróleo o no.

Este importante aumento de nuestras importaciones se ha debido, en parte, al fuerte incremento experimentado por la demanda interna, variable respecto a la que las importaciones tienen una elevada elasticidad, que en el presente año se ha visto incrementada tanto por factores institucionales como por el inicio del desarme arancelario y la desaparición de otras restricciones debidas a nuestra incorporación a la CEE. Todo ello en un contexto de precios internacionales muy favorables, a lo que se unió la evolución registrada por el tipo de cambio de la peseta.

Respecto de las exportaciones, cabe citar la evolución de la cotización de la peseta frente al dólar, así como el diferencial de inflación de la economía española frente a los países desarrollados, que han supuesto pérdidas de competitividad para nuestros productos en unos mercados que han registrado tasas de crecimiento menores que las previstas. La desaparición de la desgravación fiscal a la exportación ha supuesto también un freno a nuestras exportaciones, en tanto que la fortaleza mostrada por nuestra demanda interior habrá permitido a las empresas exportadoras desviar hacia el mercado interior parte de su producción.

Como ya se ha mencionado, esta desfavorable evolución de la balanza de mercancías ha sido sobradamente compensada por la evolución de la balanza de servicios, cuyos ingresos han aumentado en un 10,3%, mientras que los gastos retrocedieron en un 3,4%, lo que ha supuesto, respecto del año anterior, una mejora de 310 mil millones de pesetas.

Este comportamiento se ha debido, en gran parte, al buen ejercicio registrado por nuestro sector turístico, que se ha visto favorecido por las mejores con-

diciones económicas que han prevalecido en el conjunto de los países industrializados, registrándose un incremento del 21 % en los ingresos por este concepto, que supone, en términos reales, tasas de crecimiento cercanas al 10 %, y una mejora de 250 mil millones de pesetas en su saldo.

En el resto de la balanza de servicios, es de destacar la mejora en el saldo de la partida «otros servicios», que se cifra en unos 90 mil millones, y que es debida a la evolución positiva de la mayoría de los conceptos que la integran, especialmente los de «contratos de obras», «gastos de explotación y administración de compañías», «comisiones», «comunicaciones internacionales», etc. En cuanto a las «rentas de inversiones», hay que señalar que han registrado un saldo negativo de 278 mil millones de pesetas, lo que supone una mejora de 28 mil millones respecto del que registraron en 1985. El saldo negativo de las rentas de inversión del sector privado mejoró en 92 mil millones de pesetas, debido a la caída de los tipos de interés y a la fuerte reducción del endeudamiento externo; en cuanto al saldo de las rentas de inversión del sector público, pasó de registrar un excedente positivo de 58 mil millones en 1985, a un déficit de 5 mil millones en 1986, como consecuencia de la menor rentabilidad que la caída de los tipos de interés en los mercados financieros internacionales ha supuesto a la inversión de nuestras reservas exteriores, que, por otra parte, no aumentaron hasta la segunda mitad del año.

Finalmente, y en relación con la balanza de transferencias, hay que señalar que ha registrado un superávit de 153 mil millones de pesetas (33 mil millones menos que en 1985), a causa del menor superávit mostrado por las transferencias privadas, registrando el conjunto de las transferencias públicas un déficit ligeramente superior al del año pasado. En estas últimas, se han producido fuertes aumentos tanto en los ingresos como en los pagos, debido al juego de transferencias derivado de la integración en la CEE y al final del pago de indemnizaciones a Argelia.

La balanza por cuenta de capital

El importante superávit registrado en la balanza por cuenta corriente, que, como se ha señalado, alcanzó 587 m.m. de pesetas (4.256 millones de dólares), y la intensa afluencia de capitales extranjeros —principalmente, a través de inversiones de carácter privado— determinaron en 1986 una notable disminución de la posición deudora de la economía, frente al resto del mundo. El préstamo neto resultante al exterior se materializó en una marcada reducción en

3. Saldos netos de las operaciones con el sector exterior de los sectores público y privado en 1986 (a)

m.m.

	Sector privado	Sector público
Capital a largo plazo	-49,8	-326,9
Inversiones netas	588,6	1,8
Créditos directos netos	-494,1	-298,0
Créditos intermediados	-144,3	-30,7
Capital a corto plazo	-1,4	-24,1
Total	-51,2	-351,0

(a) Un signo (-) supone salidas de capital, y un signo +, entradas de capital.
No incluye las partidas no clasificadas, diferencias de valoración y ajustes.

la financiación crediticia neta recibida de no residentes, por los sectores público y privado, y en un fuerte incremento de las reservas exteriores.

Un análisis por sectores de los resultados de la balanza por cuenta de capital indica que, durante 1986, tanto los sectores público y privado como el sistema crediticio concedieron financiación al resto del mundo, en términos netos. Este resultado se obtiene contabilizando dentro de los flujos de financiación de los sectores público y privado las operaciones crediticias concertadas tanto directamente como a través del sistema bancario (véase cuadro 3) (1).

Este comportamiento, globalmente considerado, difiere de lo ocurrido en 1985. En dicho año, el sistema crediticio recibió financiación del resto del mundo, ya que el superávit por cuenta corriente y el flujo de inversiones extranjeras tuvieron menor intensidad, de forma que quedaron compensadas por la intensa amortización de préstamos exteriores, registrándose, en consecuencia, una ligera disminución en el nivel de las reservas.

Como puede verse en el cuadro 4, en 1986 el valor de las *inversiones extranjeras* en el sector privado superó la cifra de 716 m.m. (algo más de cinco mil millones de dólares), duplicando el valor alcanzado en 1985. Su composición registró, asimismo, importantes modificaciones. Aunque las inversiones directas continuaron ocupando el primer lugar en cuanto a la magnitud relativa de su flujo, fueron las inversio-

(1) Hay que señalar que, en la presentación habitual, las operaciones crediticias en moneda extranjera concertadas por los sectores público y privado a través del sistema bancario se computan como variaciones en los pasivos exteriores de los bancos y las cajas de ahorro, y así se recogen en el cuadro 4.

4. Detalle de la balanza de capitales

	Miles de millones de pesetas		Millones de dólares	
	1985	1986	1985	1986
BALANZA DE CAPITAL	-466,6	-587,4	-2.653,0	-4.256,0
I. Capital a largo plazo	-253,9	-201,7	-1.540,9	-1.414,8
A. Capital privado (A=a-b)	-247,8	94,5	-1.469,3	778,7
a) Del exterior en España (a=1+2)	-77,7	163,4	-458,9	1.288,8
1. Inversiones	413,0	716,8	2.458,2	5.150,3
<i>Directas</i>	164,2	284,2	985,3	2.049,0
<i>De cartera</i>	82,1	235,0	489,7	1.689,1
<i>En inmuebles</i>	159,3	190,5	946,5	1.364,1
<i>Otras</i>	7,4	7,1	36,7	48,1
2. Créditos	-490,7	-553,4	-2.917,1	-3.861,5
<i>Comerciales</i>	-24,1	-96,4	-156,5	-691,0
<i>Concedidos</i>	(90,0)	(33,4)	(516,7)	(238,0)
<i>Amortizados</i>	(114,1)	(129,8)	(673,3)	(929,0)
<i>Financieros</i>	-496,9	-457,7	-2.938,8	-3.174,6
<i>Concedidos</i>	(78,8)	(262,5)	(469,8)	(1.937,2)
<i>Amortizados</i>	(575,7)	(720,2)	(3.408,7)	(5.111,8)
<i>Otros</i>	30,3	0,7	178,2	4,1
b) De España en el exterior (b=1+2)	170,1	68,9	1.010,4	510,1
1. Inversiones	99,4	128,2	588,7	927,1
2. Créditos	70,7	-59,3	421,7	-417,0
<i>Concedidos</i>	(168,6)	(49,3)	(999,2)	(355,3)
<i>Amortizados</i>	(97,9)	(108,6)	(577,5)	(772,3)
B. Capital público (B=a-b)	-6,1	-296,2	-71,6	-2.193,5
a) Del exterior en España (a=1+2)	17,6	-251,3	68,3	-1.869,8
1. Inversiones	0,6	2,2	3,7	14,9
2. Créditos	17,0	-253,5	64,6	-1.884,7
<i>Concedidos</i>	(420,4)	(232,6)	(2.382,7)	(1.652,6)
<i>Amortizados</i>	(403,4)	(486,1)	(2.318,1)	(3.537,3)
b) De España en el exterior (b=1+2)	-23,7	44,9	139,9	323,7
1. Inversiones	0,2	0,4	1,2	3,2
2. Créditos	23,5	44,5	138,7	320,5
<i>Concedidos</i>	(25,0)	(45,5)	(147,4)	(327,5)
<i>Amortizados</i>	(1,5)	(1,0)	(8,7)	(7,0)
II. Capital a corto plazo	-20,3	-25,5	-120,2	-178,3
III. Partidas no clasificadas y diferencias de valoración y ajustes (a)	-258,8	26,9	-1.007,0	567,2
IV. Otras operaciones del sistema crediticio (N=A+B)	66,4	-387,1	15,1	-3.230,1
A. Banco de España	371,1	-318,6	1.912,1	-2.700,4
1) <i>Reservas centrales</i>	371,1	-318,6	1.912,1	-2.700,4
2) <i>Operaciones con el FMI</i>	-	-	-	-
B. Entidades delegadas	-304,7	-68,5	-1.897,0	-529,7
1. Posición entidades delegadas	-96,4	-17,7	-608,1	-142,8
2. Pasivos netos circular 9-DE	-223,4	-175,0	-1.320,4	-1.236,2
3. Pasivos en pesetas de no residentes	0,1	162,0	-47,1	1.124,3
4. Créditos	15,0	-37,8	78,6	-275,0

(a) Esta rúbrica recoge la diferencia entre los cobros y pagos de bienes y servicios corrientes registrados por el Banco de España y los valores numéricos que en términos de Transacciones han estimado la Secretaría de Estado de Comercio y el Banco de España.

nes en cartera las que experimentaron el mayor incremento en relación al año anterior, pasando de suponer el 19,9 % del total de las inversiones en 1985 a superar el 32,7 % en 1986. El espectacular crecimiento experimentado por este tipo de inversiones

—algo más de un 200 %— parece haberse producido en detrimento de las inversiones en inmuebles, cuya participación en el total descendió desde el 38 % en 1985, al 26,2 % en 1986.

Diversos factores contribuyeron a este proceso. La incorporación de España a la Comunidad supuso una mayor liberalización de los movimientos de capital y propició la consolidación de un clima de confianza hacia la economía española. Al mismo tiempo, se produjo, a lo largo de 1986, un aumento del diferencial entre los tipos de interés nacionales y extranjeros que, unido a unas expectativas de estabilidad del tipo de cambio de la peseta, favoreció, sin duda, la afluencia de capitales atraídos por las buenas condiciones de rentabilidad a corto plazo. A este conjunto de factores cabría añadir, además, la liberalización registrada sobre los rendimientos y productos financieros de los capitales invertidos, y, en el caso de las inversiones en cartera, la posible influencia de un cierto componente especulativo asociado a las posibilidades de ganancias de capital que ofrecieron los mercados de valores españoles.

El importe total de las *inversiones de capital privado a largo plazo de España en el exterior*, para el conjunto de 1986, superó el valor alcanzado en 1985. También en este caso las inversiones en cartera registraron los incrementos más intensos. Además, el dato correspondiente al mes de diciembre parece reflejar un impacto muy intenso de la mayor liberalización introducida en la legislación reguladora de este tipo de inversiones en noviembre de 1986.

Como ya se ha señalado, durante 1986 se produjo un retroceso muy importante en la *financiación crediticia neta recibida del exterior*, como consecuencia principalmente de los intensos procesos de amortización, que tanto el sector público como el privado acometieron durante el año. Como puede verse en el cuadro 5, la disminución en la financiación crediticia neta recibida del exterior por ambos sectores fue de 982 m.m. (6.982 millones de dólares), alcanzando el total de amortizaciones brutas un volumen situado en torno a los 1.500 m.m. (10.000 millones de dólares) (1).

Durante 1986, *el sector privado* redujo en 553 m.m. (3.862 millones de dólares) los créditos netos concertados directamente con el exterior, y en 144 m.m. el recurso al crédito neto externo intermediado por el sistema bancario. Según los datos del Registro de Caja, el ritmo de endeudamiento bruto del sector privado en el exterior fue muy inferior al de años anteriores, y los pagos efectivos por amortizaciones de créditos directos alcanzaron un valor de 862 m.m. (6.130 millones de dólares), siendo las principales

5. Créditos del exterior a España en 1986

m.m. de pesetas

	Sector privado	Sector público	Total
Créditos directos	-553,4	-253,5	-806,9
Concedidos	309,0	232,6	541,6
Amortizados	862,4	486,1	1.348,5
Créditos intermediados	-144,3	-30,7	-175,0
Total	-697,7	-284,2	-981,9

empresas implicadas las compañías eléctricas, RENFE y Telefónica.

Este retroceso en la apelación al crédito neto externo se produjo como consecuencia de las menores necesidades de financiación que se derivaron tanto del superávit corriente como de una mayor disponibilidad relativa de financiación a través del crédito interno. La sustitución de financiación exterior por interior pudo verse favorecida por una mayor valoración del riesgo asociado a la financiación externa, ante unas expectativas de agotamiento del proceso de apreciación de la peseta frente al dólar. Por último, ciertos aspectos legislativos facilitaron la anticipación de amortizaciones. En el mes de marzo, se produjo la liberalización de amortizaciones de préstamos exteriores en divisas, de importe igual o inferior a 750 millones de pesetas, y el Banco de España llevó a cabo, durante todo el año, una política muy permisiva de autorización de amortizaciones anticipadas. Ambos hechos se encuadran dentro de una opción de política cambiaria que tendía a contrarrestar la presión ejercida sobre el tipo de cambio de la peseta por la afluencia de capitales desde el exterior. Esta política de amortizaciones anticipadas se diseñó, además, con el objeto de reducir las posibles interferencias entre la política cambiaria y el control monetario, que alcanzaron cierta intensidad en algunas épocas del año, especialmente en los meses de verano.

La disminución en la *financiación crediticia neta recibida por el sector público* del exterior alcanzó un valor total de 284 m.m., de los cuales 254 m.m. habían sido contratados en los mercados internacionales sin intervención de los bancos y de las cajas de ahorro. De nuevo, este retroceso fue el resultado de un intenso proceso de amortización de créditos, en muchos casos de carácter anticipado, ya que el sector público mantuvo durante 1986 un ritmo de endeudamiento bruto en los mercados financieros exteriores superior al del año anterior. Según el Registro de Caja, en 1986, el sector público amortizó crédi-

(1) No se dispone de información desagregada de amortizaciones brutas de créditos obtenidos del exterior a través del sistema bancario.

tos directos por valor de 486 m.m. (3.500 millones de dólares). Posiblemente, la sustitución de financiación exterior por financiación interior por parte del sector público durante 1986 se vio favorecida por el abaratamiento en la obtención de fondos en el interior, derivado del descenso registrado en los tipos de interés de los pagarés del Tesoro. Sin embargo, el intenso proceso de amortización de créditos acometido por el sector público durante 1986 debió de responder principalmente al intento por parte de las autoridades de evitar una acumulación excesiva de activos líquidos sobre el exterior que desde otros renglones de la balanza de pagos se venía produciendo, y cuyas implicaciones sobre el tipo de cambio de la peseta y el control monetario ya han sido comentados. También en este caso se desarrolló una política muy permisiva en la concesión de autorización de amortizaciones anticipadas.

El sistema crediticio, en su conjunto, concedió un préstamo neto al exterior por valor de 387 m.m. (3.230 millones de dólares), de los cuales 319 m.m. (2.700 millones de dólares) constituyeron un incremento en las reservas oficiales de divisas, y los 68 m.m. restantes (530 millones de dólares), un aumento en los activos netos exteriores de los bancos y las cajas de ahorro.

Desde el punto de vista de *los activos exteriores* de las entidades delegadas, en el conjunto del año se produjo un incremento modesto en la posición de divisas del sistema bancario y un aumento algo más sustancial en los créditos comerciales a no residentes. La variación en la «posición» de tesorería en moneda extranjera del sistema bancario supuso en 1986 un aumento de su saldo en divisas de 145 millones de dólares. Este incremento final fue, sin embargo, el resultado de actuaciones bien diferenciadas a lo largo del año, posiblemente como consecuencia de la modificación en la legislación reguladora de operaciones a plazo en el mes de marzo. A partir de entonces, quedaron liberalizados los requisitos sobre el mantenimiento de la posición de contado para la cobertura de saldos netos vendedores a plazo (1).

Y desde el punto de vista de los pasivos exteriores de los bancos y las cajas de ahorro, merece la pena destacar el aumento registrado en los *depósitos en pesetas de no residentes*, como resultado, posiblemente, de ciertas actuaciones de carácter especulativo por parte de los no residentes. Como consecuencia de estas actuaciones, los pasivos exteriores del sistema bancario se incrementaron en 1.124 millones

de dólares, hecho que contrasta con la disminución experimentada en *los pasivos en moneda extranjera -9-DE-*, como contrapartida al ya comentado descenso registrado en la financiación crediticia neta recibida por los sectores residentes del exterior a través de las instituciones financieras. La disminución en los pasivos obtenidos en moneda extranjera fue de 1.236 millones de dólares.

Durante 1986, el *Banco de España* incrementó sus activos frente al exterior por valor de 2.700 millones de dólares, cifra que situó el nivel de las reservas centrales, al finalizar el año, en 16.010,4 millones de dólares. Este incremento refleja la intervención del Banco de España en el mercado de cambios con el objeto de compensar la fuerte presión al alza ejercida sobre el tipo de cambio de la peseta. La constancia en el signo comprador de las operaciones del Banco de España —con la sola excepción de los meses de abril, en que se produjo un reajuste de paridades en el SME, y de junio, en que los objetivos de política cambiaria interfirieron de manera especial en el control monetario— debió de desempeñar un papel decisivo en la consolidación de unas expectativas favorables a la estabilidad del tipo de cambio de la peseta.

Por último, la rúbrica *Partidas no clasificadas, diferencias de valoración y ajustes*, incorpora las diferencias entre los cobros y pagos de bienes y servicios corrientes registrados por el Banco de España, y los datos en términos de balanza de pagos. Al finalizar 1985, ante unas expectativas de devaluación de la peseta asociadas a la incorporación de España a la CEE, se produjo un retraso en el cobro de exportaciones, que determinó, para el conjunto del año, un superávit por cuenta corriente, cuyo valor sobrepasó la cifra correspondiente del registro de caja. Posiblemente como contrapartida a esta evolución, el ajuste, en 1986, ha tenido signo contrario.

23-III-1987.

(1) Véase «Regulación financiera». *Boletín Económico*, abril de 1986.

Nueva presentación de las reservas exteriores en las estadísticas del registro de caja

Las estadísticas españolas relativas al registro de caja de las operaciones con el exterior o a la Balanza de Pagos han venido utilizando como concepto de *reservas exteriores* tanto los activos exteriores propiedad del Banco de España y el oro propiedad del Tesoro, como *la posición en divisas* cuya titularidad correspondía a las entidades delegadas y *que estaba, legalmente, a la disposición inmediata del Banco de España, lo que se denominaba la «posición de las entidades delegadas»*.

La utilización de este concepto de reservas exteriores se fundamentaba en dos tipos de consideraciones: por un lado, desde un punto de vista legal o formal, la normativa del control de cambios español (tanto la Ley Penal y Procesal de Delitos Monetarios de 1938 como la nueva Ley de Control de Cambios de 1979) han atribuido al Estado —a través primero del IEME y luego del Banco de España— la centralización de las reservas exteriores y de los cobros y pagos con el exterior. Mediante el mecanismo de la *delegación de funciones*, los bancos y las cajas de ahorro han podido operar y mantener posiciones en moneda extranjera, precisamente como *delegados* de la autoridad monetaria, con lo que tales posiciones estaban a disposición de aquella y eran parte integrante de las reservas exteriores.

Por otro lado, la normativa que ha venido regulando las operaciones en el mercado de divisas de nuestras entidades delegadas ha limitado tradicionalmente, de modo muy estricto, las posiciones en moneda extranjera adquiridas contra pesetas, estableciendo unos importes absolutos justificados en razón de la operativa diaria; desde el restablecimiento de nuestro mercado de divisas en 1959, siempre se ha mantenido en vigor la norma de que tales posiciones en divisas de las entidades delegadas estarían a la *disposición inmediata* de la autoridad monetaria (artículo sexto de la orden de 25 de agosto de 1959, circular 256 del IEME de 20 de marzo de 1969 y circular del Banco de España 9/1986, de 28 de abril). Los saldos que constituían la *posición* de las entidades delegadas eran, así, saldos a la vista representativos de posiciones largas en la divisa correspondiente (es decir, posiciones cortas en pesetas y largas en divisas).

La publicación de la nueva circular sobre riesgos de cambio a las entidades delegadas, n.º 1/1987, de 7 de enero, obliga al abandono de la antigua definición de reservas exteriores y al paso a un nuevo concepto que excluya las posiciones de las entidades delegadas, es decir, *que incluya únicamente las posiciones del Banco de España y el oro del Tesoro*.

En efecto, la nueva circular sobre riesgos de cambio permite a las entidades delegadas el mantenimiento de posiciones abiertas —cortas o deudoras, largas o acreedoras— en su balance, bien sean posiciones abiertas entre dos divisas sin incluir la peseta, bien sean posiciones abiertas en pesetas; o, dicho de otro modo, la circular n.º 1/87 permite, por primera vez en medio siglo, a nuestras entidades delegadas, la asunción permanente de riesgos cambiarios, más allá de los límites otorgados según consideraciones estrictamente operativas, introducidos desde el restablecimiento del mercado de divisas en España en 1959.

De acuerdo con la normativa vigente, después de la entrada en vigor de la circular 1/87, la posición abierta divisas/pesetas (larga en moneda extranjera, corta en pesetas) que pueda registrar el balance de una entidad delegada, puede incluir tanto inversiones de cartera como saldos a la vista, saldos en cobertura de ventas a plazo y además puede coexistir con posiciones abiertas divisa/peseta de sentido contrario, es decir, posiciones cortas en moneda extranjera y largas en pesetas. En esta situación, no resultaba posible el mantenimiento de la condición de disponibilidad inmediata de las posiciones en moneda extranjera de las entidades delegadas en favor del Banco de España, y por ello, en efecto, la circular 1/1987 ha derogado la instrucción novena de la circular 9/1986 que definía la posición y establecía la mencionada disponibilidad. Con ello, ha desaparecido la justificación formal para la inclusión de tales posiciones en las cifras de reservas exteriores: como establece el Manual de Balanza de Pagos del FMI (4.ª edición, capítulo 21), la disponibilidad incondicional o inmediata de las posiciones activas en moneda extranjera para la autoridad monetaria es condición imprescindible para que estos activos puedan computarse como reservas exteriores.

Por ello, a partir del Boletín Estadístico correspondiente al mes de marzo de 1987, la estadística del registro de caja del Banco de España utilizará como concepto de *reservas exteriores* únicamente el que hasta ahora se denominaba *reservas centrales*, es decir, las reservas propiedad del Banco de España más el oro del Tesoro, excluyendo así la denominada *posición de las entidades delegadas* cuya variación pasará a ser un nuevo renglón de la sub-balanza de capitales. De este modo, además, la presentación de nuestro registro de caja va a adecuarse a la presentación común en el conjunto de países de la OCDE y al método de elaboración que se utiliza por la Comisión de las Comunidades Europeas.

Este nuevo sistema de registro no implica pérdida alguna de información, puesto que las variaciones en

la posición en moneda extranjera de las entidades delegadas vendrán recogidas, como ya se ha indicado, en un nuevo renglón de la sub-balanza de capitales y los *stocks* o cifras totales de activos en moneda extranjera de las entidades delegadas seguirán siendo publicados en el Boletín Estadístico del Banco de España.

17-III-1987.

Presentación de nuevos cuadros de ALP y sus contrapartidas

I. Introducción

En el capítulo IX del *Boletín Estadístico* de marzo de 1987 se presenta por vez primera un cuadro-resumen tipo balance, en saldos a fin de mes, en el que se recogen tanto ALP como «otros pasivos monetarios» de las instituciones financieras que se consolidan a efectos de análisis monetario (que, en adelante, se designan por «Sistema crediticio ampliado») y sus contrapartidas expresadas en términos de crédito interno, activos netos frente al exterior y otras rúbricas residuales. Este cuadro-resumen, primero del capítulo relativo a agregados monetarios y crediticios, se recoge a continuación y se detalla en otros tres:

Cuadro resumen: ALP y sus contrapartidas

Saldos a fin de enero de 1987

Miles de millones de pesetas

	Sistema crediticio	Mercados monetarios			Ajustes			Total 8=1 a 4- -(5 a 7)
		S.M.M.D.	Pagarés Tesoro en manos del público	Letras endosadas y avales pagarés empresa	Regularización de títulos	Valoración moneda extranjera	Amortización insolvencias	
	1	2	3	4	5	6	7	
PASIVOS								
1. ALP	27 847,2	67,9	831,8	8,5	-	-	-	28 755,4
2. Otros pasivos no monetarios frente a sectores residentes	2 807,4	»	-	-	-	-	-	2 807,4
2.1. Administraciones públicas	1 374,6	»	-	-	-	-	-	1 374,7
2.1.1. Estado	284,5	»	-	-	-	-	-	284,5
2.1.2. Otras administraciones públicas	1 090,1	-	-	-	-	-	-	1 090,1
2.2. Empresas y familias	1 432,7	-	-	-	-	-	-	1 432,7
TOTAL ACTIVOS=TOTAL PASIVOS	30 654,5	67,9	831,8	8,5	-	»	-	31 562,8
ACTIVOS								
3. Activos frente a las administraciones públicas ..	10 003,9	86,9	831,8	-	-1,3	28,1	-	10 895,9
3.1. Estado	8 700,5	86,9	831,8	-	-	-	-	9 619,2
3.2. Otras administraciones públicas	1 303,4	-	-	-	-	-	-	1 303,4
3.3. Ajuste valoración	-	-	-	-	-1,3	28,1	-	-26,8
4. Activos frente a empresas y familias	20 949,3	13,2	-	8,5	65,7	448,8	-743,7	21 200,2
4.1. Total sin ajuste valoración	20 949,3	13,2	-	8,5	-	-	-	20 971,0
4.2. Ajuste valoración	-	-	-	-	65,7	448,8	-743,7	229,2
5. Otros (neto)	-1 994,2	-32,2	-	-	-64,3	-397,7	743,7	-2 308,1
6. Activos frente al exterior (neto)	1 695,6	-	-	-	-	-79,3	-	1 774,8
6.1. Banco de España	1 982,8	-	-	-	-	503,8	-	1 479,0
6.1.1. Posición neta	1 982,8	-	-	-	-	-	-	1 982,8
6.1.2. Ajuste valoración	-	-	-	-	-	503,8	-	-503,8
6.2. Sistema bancario y crédito oficial	-287,2	-	-	-	-	-583,0	-	295,8
6.2.1. Posición neta	-287,2	-	-	-	-	-	-	-287,2
6.2.2. Ajuste valoración	-	-	-	-	-	-583,0	-	583,0
PRO MEMORIA								
7. Total crédito interno (3 a 4)	30 953,2	100,1	831,8	8,5	64,3	476,9	-743,7	32 096,1

Cuadro-resumen

Los otros cuadros citados son todos «dobles», es decir, con 1.ª parte y continuación cuya numeración y ámbito es:

Cuadro	Título	Ámbito
IX-1	Total ALP y sus contrapartidas	Serie histórica de la última columna del cuadro-resumen
IX-2	ALP: detalle por sectores e instrumentos	Serie histórica de los detalles que se indican del concepto 1 (ALP) del cuadro-resumen
IX-3	Crédito interno: detalle por sectores e instrumentos	Serie histórica de los detalles que se indican del concepto 7=3+4 (crédito interno) del cuadro-resumen

II. Características generales

Este esquema de presentación, además de tener un obvio interés analítico, permite conciliar estos cuadros, en los que se determinan los agregados, con los cuadros de los capítulos de instituciones del sistema crediticio, fundamentalmente con el VII, y las sociedades mediadoras (VIII-A), en los que se ha indicado explícitamente la «contribución» de los distintos grupos institucionales a los citados agregados. Sin entrar en otros detalles del ámbito conceptual de los cuadros, que pueden encontrarse en el Suplemento especial de notas al *Boletín Estadístico* que se edita conjuntamente en el *Boletín* de marzo de 1987, se recogen seguidamente las restantes novedades ahora introducidas, que afectan exclusivamente a los cuadros antes citados expresados todos en saldos fin de mes y no a los cuadros donde se definen los ALP como medias de cifras diarias.

IX - 1 Activos líquidos en manos del público (ALP) y sus contrapartidas

Datos a fin de mes											Miles de millones de pesetas			
1	Pasivos						Total activo = Total pasivo 7=1+2= 8+13+ 18+21	Activos						
	ALP	Otros pasivos no monetarios						Total	Administraciones públicas					Empresas y familias 13=14- (15 a 17)
		Total 2=3+6	Administraciones públicas			Empresas y familias 6			Total	Estado	Otras administraciones públicas 10	Ajuste de valoración		
			Total 3=4+5	Estado 4	Otras administraciones públicas 5							Moneda extranjera 11	Regularización títulos 12	
79	11 004,8	623,1	175,0	11,8	163,2	448,1	11 628,0	755,2	401,7	354,1	0,6	-	10 282,5	
80	12 863,2	778,7	217,9	16,1	201,8	560,8	13 641,8	1 117,6	720,4	397,8	0,6	-0,1	12 057,0	
81	15 057,9	904,7	279,9	33,8	246,1	624,7	15 962,6	1 702,3	1 133,3	570,4	1,8	-0,3	14 017,7	
82	17 558,2	1 293,1	695,8	155,7	540,1	597,3	18 851,3	2 741,1	2 096,9	653,4	9,5	-0,3	16 103,9	
83	20 369,5	1 644,1	960,7	176,7	784,0	683,4	22 013,5	4 137,6	3 403,2	757,2	23,1	-0,3	17 651,1	
84	23 083,4	2 111,4	1 156,5	217,4	939,2	954,9	25 194,7	6 367,7	5 553,4	847,3	33,1	-0,1	18 042,3	
85	<i>Ago</i>	24 553,0	1 942,8	1 195,2	184,7	1 010,5	747,6	26 495,7	8 232,3	7 350,0	914,0	32,0	-0,2	18 566,6
	<i>Sep</i>	24 936,5	2 101,5	1 228,3	199,6	1 028,7	873,2	27 038,0	8 288,3	7 397,4	922,4	31,9	-0,5	18 629,4
	<i>Oct</i>	25 036,9	2 180,9	1 238,2	213,3	1 024,9	942,7	27 217,8	8 127,9	7 212,3	946,4	31,4	-0,5	18 987,6
	<i>Nov</i>	25 220,6	2 354,2	1 385,3	215,7	1 169,6	968,8	27 574,4	8 401,1	7 391,9	1 039,1	30,5	-0,5	19 167,6
	<i>Dic</i>	26 071,9	2 528,6	1 265,9	224,5	1 041,4	1 262,7	28 600,5	8 668,5	7 573,8	1 120,0	26,2	-0,9	19 596,0
86	<i>Ene</i>	25 909,7	2 287,5	1 106,2	197,2	909,0	1 181,3	28 197,1	8 779,4	7 777,1	1 028,9	27,5	-0,9	19 363,2
	<i>Feb</i>	26 266,1	2 404,8	1 250,8	206,9	1 043,9	1 154,0	28 670,9	9 417,9	8 408,2	1 035,9	27,1	-0,9	19 240,6
	<i>Mar</i>	26 469,9	2 588,5	1 233,7	265,3	968,4	1 354,8	29 058,4	9 689,5	8 616,4	1 099,9	27,9	-1,2	19 531,4
	<i>Abr</i>	26 675,1	2 772,0	1 289,3	198,0	1 091,3	1 482,7	29 447,1	9 564,5	8 495,0	1 095,9	27,6	-1,2	19 851,1
	<i>May</i>	26 873,6	2 559,6	1 256,6	167,6	1 089,0	1 303,1	29 433,2	9 843,5	8 784,1	1 086,8	28,4	-1,2	19 904,5
	<i>Jun</i>	27 470,9	2 699,9	1 307,7	241,8	1 065,9	1 392,2	30 170,8	10 146,2	8 985,8	1 186,6	27,4	-1,2	20 262,3
	<i>Jul</i>	27 581,6	2 811,0	1 336,2	313,7	1 022,5	1 474,8	30 392,6	9 796,1	8 654,4	1 167,4	27,0	-1,2	20 605,8
	<i>Ago</i>	27 495,1	2 345,4	1 219,7	161,8	1 057,9	1 125,7	29 840,4	10 044,7	8 909,1	1 161,2	26,8	-1,2	20 364,2
	<i>Sep</i>	27 898,0	2 661,7	1 335,1	202,3	1 132,8	1 326,6	30 559,8	10 404,7	9 245,7	1 184,9	27,3	-1,5	20 579,2
	<i>Oct</i>	27 916,2	2 624,0	1 367,6	215,9	1 151,7	1 256,5	30 540,3	10 228,7	8 983,2	1 272,5	28,4	-1,5	20 633,5
	<i>Nov</i>	28 125,1	2 667,3	1 422,4	211,1	1 211,2	1 244,9	30 792,4	10 336,6	9 120,4	1 242,8	28,1	-1,5	20 886,8
	<i>Dic</i>	29 201,4	2 787,3	1 269,1	220,2	1 049,0	1 518,2	31 988,7	10 654,8	9 391,1	1 290,4	28,1	-1,3	21 458,8
87	<i>Ene p</i>	28 755,4	2 807,4	1 374,7	284,5	1 090,1	1 432,7	31 562,8	10 895,9	9 619,2	1 303,4	28,1	-1,3	21 200,2

**IX - 1 Activos líquidos en manos del público (ALP)
y sus contrapartidas (continuación)**

Datos a fin de mes

Miles de millones de pesetas

	Activos																	Pro memoria: Crédito interno
	Empresas y familias					Otros			Frente al exterior									
	Total	Total sin ajustes valoración	Ajustes de valoración			(Neto)	Sin ajustes valoración	Ajustes valorac. M.E. reg. títulos y amortiz. insolvencias	Neto	Banco de España			Sistema bancario y Crédito Oficial					
			Moneda extranjera	Regularización títulos	Amortización insolvencias					Total	Posición neta	Ajuste valoración M.E.	Total	Posición neta	Ajuste valoración			
13=14- (15 a 17)	14	15	16	17	18=19-20	19	20	21=22+25	22=23-24	23	24	25=26-27	26	27	28=8+13			
79	10 282,5	10 271,7	27,1	-	-37,9	76,8	119,8	43,0	513,5	915,1	915,1	-	-401,6	-434,3	-32,7	11 037,7		
80	12 057,0	12 092,4	94,5	-0,2	-58,9	36,7	106,6	69,9	430,6	872,9	872,9	-	-442,3	-548,2	-105,9	13 174,6		
81	14 017,7	14 116,3	188,6	-5,5	-84,5	-187,4	-354,4	-167,0	430,0	849,0	1 142,3	293,4	-419,0	-645,4	-226,4	15 720,0		
82	16 103,9	16 253,9	329,9	-11,9	-168,0	-360,7	-363,8	-3,2	367,0	666,7	907,2	240,5	-299,7	-696,3	-396,5	18 845,0		
83	17 651,1	17 908,3	457,2	79,4	-279,4	-323,1	-519,4	-196,2	548,0	707,3	1 220,1	512,8	-159,3	-755,8	-596,5	21 788,7		
84	18 042,3	18 233,4	507,0	78,8	-394,8	-623,0	-690,1	-67,0	1 407,7	1 557,6	2 070,3	512,8	-149,8	-819,6	-669,8	24 410,1		
85	<i>Ago</i>	18 566,6	18 704,2	495,7	73,3	-431,4	-1 936,8	-1 961,6	-24,8	1 633,6	1 458,3	1 971,1	512,8	175,3	-482,1	-657,3	26 798,9	
	<i>Sep</i>	18 629,4	18 734,9	501,2	74,1	-469,8	-1 610,3	-1 597,2	13,1	1 730,6	1 536,8	2 049,5	512,8	193,8	-468,9	-662,8	26 917,7	
	<i>Oct</i>	18 987,6	19 084,5	493,6	73,1	-469,8	-1 607,7	-1 593,7	14,1	1 710,0	1 479,5	1 992,3	512,8	230,5	-424,1	-654,6	27 115,5	
	<i>Nov</i>	19 167,6	19 256,8	485,9	73,1	-469,8	-1 632,6	-1 618,5	14,1	1 638,3	1 346,1	1 858,9	512,8	292,2	-353,8	-646,0	27 568,7	
	<i>Dic</i>	19 596,0	19 591,9	483,2	67,0	-554,4	-1 192,4	-1 101,8	90,6	1 528,4	1 178,7	1 682,5	503,8	349,6	-265,9	-615,5	28 264,5	
86	<i>Ene</i>	19 363,2	19 350,8	474,5	67,5	-554,4	-1 505,9	-1 415,8	90,1	1 560,4	1 306,0	1 809,8	503,8	254,4	-353,7	-608,0	28 142,6	
	<i>Feb</i>	19 240,6	19 204,8	451,5	67,0	-554,4	-1 549,0	-1 458,4	90,6	1 561,3	1 311,1	1 814,8	503,8	250,2	-334,5	-584,7	28 658,6	
	<i>Mar</i>	19 531,4	19 477,3	466,4	67,0	-587,5	-1 765,1	-1 641,2	124,0	1 602,6	1 252,7	1 756,5	503,8	349,9	-256,6	-600,4	29 220,9	
	<i>Abr</i>	19 851,1	19 783,1	452,5	67,0	-587,5	-1 526,4	-1 402,5	124,0	1 558,0	1 116,6	1 620,4	503,8	441,5	-144,7	-586,2	29 415,5	
	<i>May</i>	19 904,5	19 852,4	468,4	67,0	-587,5	-1 928,7	-1 804,8	124,0	1 613,9	1 255,3	1 759,1	503,8	358,5	-244,4	-602,9	29 748,1	
	<i>Jun</i>	20 262,3	20 168,3	457,2	67,0	-618,2	-1 833,7	-1 678,9	154,8	1 596,0	1 119,7	1 623,5	503,8	476,3	-114,5	-590,8	30 408,5	
	<i>Jul</i>	20 605,8	20 504,5	449,9	67,0	-618,2	-1 713,9	-1 559,0	154,8	1 704,6	1 320,7	1 824,5	503,8	383,9	-199,1	-583,0	30 401,9	
	<i>Ago</i>	20 364,2	20 263,1	450,2	67,0	-618,2	-2 359,3	-2 204,5	154,8	1 790,8	1 420,0	1 923,8	503,8	370,8	-212,3	-583,1	30 408,9	
	<i>Sep</i>	20 579,2	20 447,8	447,8	66,3	-645,6	-2 254,2	-2 071,1	183,0	1 830,0	1 472,1	1 975,8	503,8	357,9	-223,3	-581,3	30 983,9	
	<i>Oct</i>	20 633,5	20 511,2	457,0	66,3	-645,6	-2 268,8	-2 085,8	183,0	1 946,9	1 540,4	2 044,2	503,8	406,5	-185,0	-591,5	30 862,2	
	<i>Nov</i>	20 886,8	20 757,9	450,4	66,3	-645,6	-2 331,8	-2 148,7	183,0	1 900,8	1 585,6	2 089,4	503,8	315,2	-269,4	-584,5	31 223,4	
	<i>Dic</i>	21 458,8	21 229,7	448,8	65,7	-743,7	-1 890,8	-1 609,2	281,6	1 765,9	1 436,9	1 940,6	503,8	329,0	-254,0	-583,0	32 113,6	
87	<i>Ene p</i>	21 200,2	20 971,0	448,8	65,7	-743,7	-2 308,1	-2 026,4	281,7	1 774,8	1 479,0	1 982,8	503,8	295,8	-287,2	-583,0	32 096,1	

IX - 2 ALP: Detalle por sectores e instrumentos

Datos a fin de mes

Miles de millones de pesetas

	Pasivos del sistema crediticio												Otros pasivos líquidos del sistema crediticio	
	Total	Disponibilidades líquidas (M ₃)												
		Total	Total	Oferta monetaria (M ₁)								Depósitos a plazo		
				Total	Efectivo en manos del público			Depósitos a la vista	Depósitos de otras instituciones financieras	Depósitos de ahorro				
					Total	Circulación fiduciaria	Efectivo en caja							
1=2+1	2=3+13	3=4+12	4=5+11	5=6+9+10	6=7-8	7	8	9	10	11	12	13		
79	11 004,8	11 004,2	10 774,7	6 662,5	3 645,6	1 034,6	1 197,3	162,7	2 611,0	-	3 016,9	4 112,2	229,5	
80	12 863,2	12 834,8	12 551,8	7 425,0	4 090,0	1 178,9	1 365,3	186,4	2 911,1	-	3 335,0	5 126,8	283,0	
81	15 057,9	14 942,1	14 561,8	8 288,2	4 606,7	1 326,5	1 521,5	195,0	3 273,7	6,4	3 681,5	6 273,6	380,3	
82	17 558,2	17 212,7	16 603,0	8 957,9	4 926,3	1 522,9	1 739,4	216,5	3 394,5	8,9	4 031,6	7 645,1	609,7	
83	20 369,5	19 796,2	18 738,6	9 736,0	5 252,8	1 686,2	1 939,9	253,6	3 561,0	5,5	4 483,2	9 002,6	1 057,6	
84	23 083,4	22 536,8	20 985,7	10 454,1	5 676,8	1 862,4	2 154,2	291,8	3 786,3	28,1	4 777,3	10 531,5	1 551,1	
85	<i>Ago</i>	24 553,0	24 001,5	21 469,6	10 619,9	5 583,4	1 953,7	2 244,6	291,0	3 583,4	46,4	5 036,5	10 849,7	2 531,9
	<i>Sep</i>	24 936,6	24 299,3	21 652,4	10 858,1	5 792,2	1 934,3	2 232,0	297,7	3 811,6	46,3	5 065,9	10 794,3	2 646,9
	<i>Oct</i>	25 036,9	24 317,1	21 572,5	10 801,6	5 741,7	1 923,8	2 204,3	280,5	3 764,1	53,9	5 059,8	10 770,9	2 744,7
	<i>Nov</i>	25 220,6	24 441,9	21 542,8	10 887,7	5 813,5	1 910,1	2 210,7	300,6	3 846,0	57,4	5 074,2	10 655,1	2 899,1
	<i>Dic</i>	26 072,1	25 245,0	22 135,4	11 689,5	6 389,4	2 080,6	2 391,9	311,2	4 245,2	63,5	5 300,1	10 446,0	3 109,6
86	<i>Ene</i>	25 909,7	24 971,9	21 513,5	11 162,9	5 943,5	1 973,9	2 258,4	284,5	3 897,3	72,4	5 219,4	10 350,6	3 458,4
	<i>Feb</i>	26 266,1	25 219,9	21 495,2	11 188,2	5 955,5	1 987,9	2 259,4	271,5	3 907,1	60,5	5 232,7	10 307,0	3 724,7
	<i>Mar</i>	26 469,9	25 332,4	21 413,4	11 440,1	6 117,6	2 040,2	2 349,4	309,2	4 009,7	67,7	5 322,5	9 973,3	3 919,0
	<i>Abr</i>	26 675,1	25 497,2	21 119,5	11 481,5	6 154,0	2 052,9	2 325,9	273,0	4 020,3	80,8	5 327,5	9 638,0	4 377,7
	<i>May</i>	26 873,6	25 638,3	20 950,4	11 620,3	6 261,7	2 097,6	2 388,1	290,4	4 069,4	94,6	5 358,6	9 330,2	4 687,9
	<i>Jun</i>	27 470,9	26 232,1	21 443,5	12 057,3	6 567,0	2 153,0	2 477,6	324,6	4 339,1	74,9	5 490,3	9 986,2	4 788,6
	<i>Jul</i>	27 581,6	26 439,3	21 745,7	12 237,3	6 621,2	2 256,7	2 576,8	320,1	4 260,2	104,3	5 616,1	9 508,4	4 693,6
	<i>Ago</i>	27 495,0	26 422,5	21 778,2	12 170,6	6 519,3	2 222,1	2 538,3	316,2	4 164,9	132,3	5 651,3	9 607,6	4 644,3
	<i>Sep</i>	27 898,0	26 818,2	22 139,8	12 430,7	6 729,2	2 202,5	2 532,4	329,9	4 411,8	114,9	5 701,5	9 709,1	4 678,4
	<i>Oct</i>	27 916,3	26 912,4	22 157,8	12 359,5	6 695,8	2 217,9	2 511,2	293,3	4 350,0	127,9	5 663,7	9 798,3	4 754,6
	<i>Nov</i>	28 125,2	27 096,5	22 204,6	12 354,2	6 689,4	2 209,9	2 541,2	331,3	4 360,6	118,9	5 664,8	9 850,4	4 891,9
	<i>Dic</i>	29 201,4	28 175,5	23 000,9	13 298,1	7 322,8	2 402,0	2 744,8	342,9	4 746,7	174,1	5 975,3	9 702,9	5 174,6
87	<i>Ene</i>	28 755,3	27 847,0	22 502,1	12 671,8	6 816,8	2 284,3	2 596,5	312,2	4 345,0	187,5	5 855,0	9 830,3	5 345,0

**IX - 2 ALP: Detalle por sectores e instrumentos
(continuación)**

Datos a fin de mes

Miles de millones de pesetas

	Otros pasivos líquidos del sistema crediticio									Pasivos de los mercados monetarios						
	Total	CRM'S	Empré- titos	Cesiones temporales					Operaciones de seguro	Total	SMMD: Cesiones temporales de activos			Del Estado: Pagará del Tesoro en manos del público	Cuentas de orden sistema crediticio	
				Total	Total excepto a OIF		A otras insti- tuciones finan- cieras	Total			Total excepto a OIF	A otras insti- tuciones finan- cieras	Letras endosadas		Avalés a pagarés de empresa	
					De pagarés del Tesoro	De otros activos										
13=14+15 +16+20	14	15	16=17+ +18+19	17	18	19	20	21=22+ +25 a 27	22=23+24	23	24	25	26	27		
79	229,5	8,2	197,0	-	-	-	-	24,3	0,6	-	-	-	-	0,6	-	
80	283,0	13,5	221,8	-	-	-	-	47,8	28,4	-	-	-	-	28,4	-	
81	380,3	31,3	279,8	-	-	-	-	69,1	115,8	-	-	-	2,5	113,2	-	
82	609,7	32,8	459,5	2,5	-	-	2,5	114,8	345,5	10,4	8,5	1,9	63,5	271,7	-	
83	1 057,6	75,8	726,2	107,3	-	-	107,3	148,2	573,3	11,6	8,5	3,2	406,3	155,4	-	
84	1 551,1	-	1 029,9	337,5	266,3	62,9	8,3	183,7	546,6	49,2	33,3	15,9	390,0	88,2	19,2	
85																
<i>Ago</i>	2 531,9	-	1 161,5	1 139,2	1 023,8	38,7	76,6	231,2	551,4	99,3	67,5	31,8	381,2	64,9	6,0	
<i>Sep</i>	2 646,9	-	1 189,2	1 230,3	1 105,8	45,5	79,1	227,4	637,2	87,8	59,0	28,8	475,0	68,9	5,6	
<i>Oct</i>	2 744,7	-	1 210,2	1 311,1	1 199,3	45,5	66,3	223,4	719,8	71,6	50,8	20,9	565,4	77,8	5,0	
<i>Nov</i>	2 899,1	-	1 239,4	1 439,9	1 329,1	49,2	61,5	219,9	778,7	74,2	56,7	17,5	615,3	85,1	4,1	
<i>Dic</i>	3 109,6	-	1 313,5	1 555,3	1 456,3	40,8	58,3	240,8	827,0	54,9	41,1	13,9	685,7	83,2	3,2	
86																
<i>Ene</i>	3 458,4	-	1 361,3	1 796,1	1 665,8	63,0	67,3	301,0	937,8	67,4	46,8	20,6	810,6	56,6	3,2	
<i>Feb</i>	3 724,7	-	1 417,3	1 983,0	1 853,6	65,7	63,7	324,4	1 046,2	79,3	62,3	17,0	914,4	49,3	3,2	
<i>Mar</i>	3 919,0	-	1 440,8	2 112,0	2 007,8	57,6	46,6	366,2	1 137,5	98,9	79,4	19,5	993,5	41,8	3,2	
<i>Abr</i>	4 377,7	-	1 436,2	2 513,3	2 381,1	61,2	71,0	428,1	1 177,9	87,8	74,4	13,3	1 054,2	33,0	3,0	
<i>May</i>	4 687,9	-	1 439,6	2 786,2	2 649,4	54,0	82,7	462,1	1 235,2	100,6	86,4	14,1	1 111,7	21,9	1,0	
<i>Jun</i>	4 788,6	-	1 460,8	2 848,5	2 705,7	60,8	82,0	479,3	1 238,8	94,5	80,2	14,3	1 123,0	20,4	1,0	
<i>Jul</i>	4 693,6	-	1 512,4	2 666,4	2 539,6	75,1	51,6	514,8	1 142,3	82,5	67,0	15,5	1 038,4	20,3	1,0	
<i>Ago</i>	4 644,3	-	1 525,7	2 583,4	2 438,7	118,4	26,2	535,2	1 072,6	75,7	61,7	14,0	975,9	20,0	0,9	
<i>Sep</i>	4 678,4	-	1 514,6	2 568,7	2 410,3	132,3	26,1	595,1	1 079,8	114,0	84,9	29,1	946,7	16,8	2,2	
<i>Oct</i>	4 754,6	-	1 536,8	2 579,7	2 377,5	176,3	26,0	638,1	1 003,8	70,6	63,6	7,0	919,1	11,9	2,3	
<i>Nov</i>	4 891,9	-	1 566,9	2 663,3	2 414,0	219,4	29,8	661,7	1 028,6	77,5	70,7	6,8	940,3	7,7	3,1	
<i>Dic</i>	5 174,6	-	1 721,2	2 780,6	2 518,3	226,6	35,6	672,8	1 025,9	58,0	49,8	8,2	959,5	5,2	3,1	
87																
<i>Ene</i>	5 345,0	-	1 749,6	2 869,9	2 612,7	237,2	20,0	725,5	908,2	67,9	58,1	9,8	831,8	5,5	3,1	

IX - 3 Crédito interno: Detalle por sectores e instrumentos

Datos a fin de mes

Miles de millones de pesetas

	Financiación de las administraciones públicas														Otras adminis- traciones públicas Total
	Total	Estado													
		Total	En pesetas							En moneda extranjera por el sistema crediticio					
			Total	Por el sistema crediticio				Por los mercados monetarios			Total	Créditos	Fondos públicos	Deuda asumida	
				Créditos	Fondos públicos	Deuda asumida	Dotacio- nes al Crédito Oficial	SMMD: Pag. Tesoro y otra deuda	Pagarés Tesoro en manos público						
1=2+20	2=3+15-19	3=4+11	4=5 a 7- -8+9 a 10	5	6	7	8	9	10	11=12 a 14	12	13	14	15=16 a 18	
79	11 037,7	755,2	401,7	395,3	438,0	953,4	18,1	1 014,2	-	-	6,3	-	6,3	-	354,1
80	13 174,6	1 117,6	720,4	713,8	814,9	1 070,8	16,9	1 188,8	-	-	6,6	-	6,6	-	397,8
81	15 720,0	1 702,3	1 133,3	1 115,6	1 298,9	1 216,6	15,7	1 418,2	-	2,5	17,7	10,8	6,9	-	570,4
82	18 845,0	2 741,1	2 096,9	2 065,9	2 168,2	1 373,4	130,7	1 678,0	8,1	63,5	31,0	23,2	7,8	-	653,4
83	21 788,7	4 137,6	3 403,2	3 337,1	2 319,2	2 352,5	209,1	1 960,9	10,9	406,3	66,0	54,8	11,3	-	757,2
84	24 410,1	6 367,7	5 553,4	5 498,1	1 658,0	5 400,3	199,8	2 224,5	74,5	390,0	55,3	44,7	10,6	-	847,3
85															
<i>Ago</i>	26 798,9	8 232,3	7 350,0	7 323,8	1 923,6	6 940,9	286,6	2 304,0	95,6	381,2	26,2	14,5	11,7	-	914,0
<i>Sep</i>	26 917,7	8 288,3	7 397,4	7 371,3	1 971,6	6 902,8	286,6	2 340,9	76,2	475,0	26,1	14,8	11,3	-	922,4
<i>Oct</i>	27 115,5	8 127,9	7 212,3	7 189,3	1 773,6	6 824,8	286,5	2 340,9	79,8	565,4	23,1	11,7	11,4	-	946,4
<i>Nov</i>	27 568,7	8 401,1	7 391,9	7 369,5	1 928,0	6 765,4	286,5	2 340,9	115,2	615,3	22,4	10,9	11,5	-	1 039,1
<i>Dic</i>	28 264,5	8 668,5	7 573,8	7 552,0	2 139,8	6 744,6	286,0	2 390,1	85,9	685,7	21,8	10,5	11,3	-	1 120,0
86															
<i>Ene</i>	28 142,6	8 779,4	7 777,1	7 752,3	1 707,1	6 946,5	594,7	2 390,1	83,5	810,6	24,8	0,8	11,1	12,8	1 028,9
<i>Feb</i>	28 658,6	9 417,9	8 408,2	8 384,2	1 972,9	7 181,9	592,2	2 390,0	112,9	914,4	24,0	0,7	11,0	12,3	1 035,9
<i>Mar</i>	29 220,9	9 689,5	8 616,4	8 600,8	1 892,2	7 431,8	589,2	2 410,9	104,9	993,5	15,6	-	10,5	5,1	1 099,9
<i>Abr</i>	29 415,5	9 564,5	8 495,0	8 478,9	1 176,2	8 008,8	553,7	2 410,9	96,9	1 054,2	16,1	0,5	10,7	4,9	1 095,9
<i>May</i>	29 748,1	9 843,5	8 784,1	8 767,2	1 208,3	8 230,8	528,1	2 410,9	99,2	1 111,7	16,9	1,1	10,7	5,1	1 086,8
<i>Jun</i>	30 408,5	10 146,2	8 985,8	8 968,9	1 124,8	8 523,1	511,8	2 410,9	97,1	1 123,0	16,9	0,6	11,8	4,5	1 186,6
<i>Jul</i>	30 401,9	9 796,1	8 654,4	8 642,1	1 392,4	8 016,5	507,9	2 410,9	97,6	1 038,4	12,4	0,1	10,8	1,5	1 167,4
<i>Ago</i>	30 408,9	10 044,7	8 909,1	8 896,7	1 669,8	8 082,7	483,1	2 410,8	96,0	975,9	12,4	0,1	10,8	1,5	1 161,2
<i>Sep</i>	30 983,9	10 404,7	9 245,7	9 235,7	2 124,7	8 014,5	453,1	2 410,8	107,4	946,7	10,0	0,1	9,9	-	1 184,9
<i>Oct</i>	30 862,2	10 228,7	8 983,2	8 973,2	1 484,7	8 466,1	430,8	2 410,8	83,3	919,1	10,0	0,2	9,7	-	1 272,5
<i>Nov</i>	31 223,4	10 336,6	9 120,4	9 110,9	1 514,0	8 587,9	396,9	2 410,8	82,5	940,3	9,5	0,2	9,3	-	1 242,8
<i>Dic</i>	32 113,6	10 654,8	9 391,1	9 381,4	1 574,7	8 837,4	339,0	2 416,7	87,4	959,5	9,7	0,3	9,5	-	1 290,4
87															
<i>Ene</i>	32 096,1	10 895,9	9 619,2	9 609,7	1 785,0	8 950,6	372,2	2 416,7	86,9	831,8	9,5	0,2	9,3	-	1 303,4*

IX - 3 Crédito interno: Detalle por sectores e instrumentos (continuación)

Datos a fin de mes

Miles de millones de pesetas

	Financiación de las administraciones públicas				Financiación de empresas y familias															
	Otras administraciones públicas			Ajustes de regularización títulos y valoración moneda extranjera	Total	En pesetas										En moneda extranjera por el sistema crediticio				Ajustes de regularización títulos, valoración moneda extranjera y amortiz. insolvencias
	En pesetas		En moneda extranjera: créditos			Total	Por el sistema crediticio			Por los mercados monetarios				Total	Créditos	Títulos	Deuda asumida por el Estado			
	Créditos	Fondos públicos					Créditos	Títulos	Deuda asumidas por el Estado	SMMD: Adquisición temporal emp. y O.I.F.	Letras endosadas y avales a pagares empresa									
												21=22+23-24+	22					23	24		25	26	27=28+29-30	28	29	30	31
16	17	18	19	20=21+26-30	21=22+23-24+	22	23	24	25	26	27=28+29-30	28	29	30	31					
79	320,9	33,2	—	0,6	10 282,5	9 918,2	8 565,9	1 369,8	18,1	—	0,6	353,5	352,3	1,1	—	-10,8				
80	350,9	46,9	—	0,5	12 057,0	11 647,3	10 188,2	1 447,6	16,9	—	28,4	445,1	443,8	1,3	—	35,4				
81	484,2	80,3	5,9	1,4	14 017,7	13 569,3	11 913,0	1 558,8	15,7	—	113,2	546,9	545,4	1,5	—	98,6				
82	520,0	128,5	4,9	9,2	16 103,9	15 579,4	13 742,6	1 695,0	130,7	0,8	271,7	674,5	670,9	3,6	—	150,1				
83	582,3	144,8	30,0	22,7	17 651,1	17 152,9	15 329,6	1 874,3	209,1	2,7	155,4	755,4	751,3	4,1	—	257,2				
84	629,5	181,2	36,5	33,0	18 042,3	17 446,7	15 520,7	2 008,1	199,8	10,2	107,4	786,7	776,6	10,1	—	191,0				
85	Ago	689,4	199,9	24,7	31,7	18 566,6	18 070,5	16 282,6	1 992,5	286,6	11,0	70,9	633,7	621,0	12,7	—	137,6			
	Sep	694,4	203,6	24,4	31,4	18 629,4	18 097,9	16 318,5	1 983,9	286,6	7,6	74,5	637,0	624,4	12,6	—	105,5			
	Oct	715,8	210,3	20,4	30,9	18 987,6	18 471,4	16 693,2	1 972,3	286,5	9,7	82,8	613,1	601,0	12,2	—	96,9			
	Nov	795,7	224,5	18,9	30,0	19 167,6	18 692,2	16 941,3	1 945,9	286,5	2,5	89,2	564,6	552,2	12,3	—	89,2			
	Dic	872,0	228,8	19,1	25,3	19 596,0	19 036,1	17 286,1	1 945,2	286,0	4,4	86,3	555,7	543,2	12,5	—	-4,1			
86	Ene	776,5	232,5	19,9	26,6	19 363,2	18 826,3	17 322,4	2 025,1	594,7	13,7	59,7	524,5	524,6	12,8	12,8	-12,4			
	Feb	790,1	226,7	19,1	26,2	19 240,6	18 703,9	17 331,6	1 903,0	592,2	9,0	52,5	500,9	500,7	12,5	12,3	-35,8			
	Mar	842,0	243,7	14,2	26,8	19 531,4	19 000,8	17 622,7	1 916,6	589,2	5,7	45,0	476,5	468,4	13,3	5,1	-54,1			
	Abr	829,3	252,9	13,7	26,4	19 851,1	19 367,1	17 933,8	1 943,4	553,7	7,7	36,0	416,0	406,4	14,5	4,9	-67,9			
	May	866,5	206,1	14,2	27,3	19 904,5	19 425,1	18 024,4	1 899,1	528,1	6,6	22,9	427,4	417,7	14,7	5,1	-52,1			
	Jun	921,7	251,1	13,8	26,2	20 262,3	19 753,2	18 320,9	1 909,2	511,8	13,5	21,4	415,1	401,0	18,6	4,5	-94,0			
	Jul	897,9	256,4	13,1	25,7	20 605,8	20 091,1	18 628,7	1 925,9	507,9	23,0	21,3	413,4	396,6	18,4	1,5	-101,3			
	Ago	905,5	242,0	13,6	25,6	20 364,2	19 851,5	18 368,7	1 925,0	483,1	19,9	21,0	411,7	396,4	16,7	1,5	-101,1			
	Sep	918,8	252,5	13,5	25,9	20 579,2	20 054,4	18 544,7	1 928,1	453,1	15,6	19,1	393,4	377,6	15,8	—	-131,4			
	Oct	922,6	336,0	14,0	26,9	20 633,5	20 116,4	18 539,8	1 975,4	430,8	17,7	14,2	394,8	379,0	15,8	—	-122,3			
	Nov	966,4	262,6	13,7	26,6	20 886,8	20 361,7	18 769,5	1 960,4	396,9	17,9	10,8	396,2	382,6	13,6	—	-128,9			
	Dic	1 003,6	273,2	13,6	26,7	21 458,8	20 808,1	19 146,5	1 975,6	339,0	16,7	8,3	421,6	406,6	15,0	—	-229,1			
87	Ene p	1 011,2	278,5	13,7	26,8	21 200,2	20 564,4	18 929,8	1 985,0	372,2	13,2	8,5	406,6	392,1	14,5	—	-229,2			

a) Concepto de ALP

Se han introducido las siguientes modificaciones respecto a los cuadros que se venían publicando en el Boletín de febrero de 1987.

a.1) Se han deducido los depósitos obligatorios de instituciones financieras distintas de las que forman el «Sistema crediticio ampliado» (que, en adelante, se designan por «Otras instituciones financieras») en el Banco de España, porque, a pesar de considerarse a estas instituciones como «público», tales pasivos del Banco no son líquidos (se trata principalmente de los depósitos de entidades de financiación y sociedades de crédito hipotecario retenidos por coeficientes). El monto de esta corrección sobre ALP en diciembre de 1986 es de -43,8 m.m.

a.2) Se han sumado los pasivos, distintos de cesiones temporales, del sistema bancario y SMMD frente a las «otras instituciones financieras». Tales pasivos son cuentas mutuas, a plazo y otras, que no se consideraron al definir en enero de 1984 los agregados monetarios que hasta ahora se han venido publicando, por su reducida cuantía en aquel momento. Las cesiones temporales del sistema bancario y

SMMD a estas instituciones ya estaban incluidas en ALP. Importe de esta modificación en diciembre de 1986: 165,2 m.m.

b) Concepto de crédito interno

En este caso las modificaciones respecto al Boletín de febrero de 1987 han sido:

b.1) Las cifras de crédito a empresas y familias se han corregido del monto de las amortizaciones (saneamientos) de insolvencias, totales que se han deducido de la cuenta de resultados en base anual (desde 1975 a 1978) y trimestral (desde 1979). El monto acumulado de estas insolvencias, cuya exacta sectorización está pendiente de revisión, a diciembre de 1986 asciende a 743,7 m.m. de pesetas, cantidad que se ha sumado al total del crédito interno.

b.2) En lógica correspondencia con la corrección de ALP reseñada más arriba en el epígrafe a.2), se han sumado al crédito interno los activos, distintos de las adquisiciones temporales, del sistema bancario y SMMD frente a las «otras instituciones financieras». Tales activos no se consideraron al definir en

enero de 1984 el agregado crediticio que hasta ahora se ha venido publicando, por su reducida cuantía en aquel momento. Las adquisiciones temporales del sistema bancario y SMMD a estas instituciones ya estaban incluidas en el crédito interno. Importe de esta modificación en diciembre de 1986: 122,7 m.m.

c) *Nuevo detalle de sectorización del crédito interno*

Este detalle presenta el crédito interno sobre la base de su destino a las «Administraciones públicas», y dentro de ellas al «Estado» y a las «Otras administraciones públicas», o a las «Empresas y familias». Esta clasificación alternativa, que hasta ahora se venía utilizando en estos cuadros de crédito al «sector público» y al «sector privado», se estima más útil analíticamente y, sobre todo, más exacta respecto a su ámbito, ya que el «sector público» en la circular 19/85 y precedentes del Banco de España comprende *todas* las administraciones públicas y *sólo algunas* empresas públicas (1). Por ello, mientras no se disponga de datos para el total de las empresas públicas o, al menos, de un grupo verdaderamente representativo de las «Grandes empresas públicas», parece preferible incluir lo que ahora se conoce de estas en el sector «Empresas y familias» que, como sector residente residual, también engloba las «Otras instituciones financieras».

Por tanto, en esquema, la clasificación institucional implícita en estos cuadros es:

1. Instituciones cuyos principales pasivos son ALP.
2. Instituciones donde se sectorizan las contrapartidas de ALP.
 - 2.1. Residentes.
 - 2.1.1. Administraciones públicas.
 - 2.1.1.1. Estado.
 - 2.1.1.2. Otras administraciones públicas.
 - 2.1.2. Empresas y familias.
 - 2.2. Exterior.

En este esquema: 1) las instituciones que forman el grupo 1, es decir, las que constituyen el «Sistema crediticio ampliado» son las que se pueden denominar monetarias o creadoras de liquidez, es decir, el sistema crediticio, las sociedades mediadoras y los mercados monetarios según se definen en las notas

(1) Concretamente: los «Organismos Autónomos Comerciales» y los denominados «Entes públicos» (INH *holding*, RTVE *holding* y varias otras unidades de pequeña importancia).

al cuadro-resumen en el Suplemento citado; 2) los activos incluidos en la agrupación 2.1 (contrapartidas frente a los sectores residentes) son los que forman el denominado «crédito interno»; 3) el sector 2.1.2 «Empresas y familias» comprende lo que convencionalmente se viene denominando en las circulares citadas «sector privado», las ya citadas unidades públicas que no son administraciones públicas y las «Otras instituciones financieras», y 4) existen rúbricas residuales (movimientos internos entre instituciones monetarias no consolidados, rúbricas no sectorizadas, etc.) que, aunque constituyen contrapartidas del tipo de las agrupadas en 2), aparecen en los cuadros bajo el ítem residual «otros (neto)» y no en ninguno de los sectores que figuran en este esquema.

d) *Incorporación de nueva información mensual*

La sectorización descrita más arriba ha supuesto la incorporación a estos cuadros de la información que se viene publicando desde el *Boletín Estadístico* de diciembre de 1985 en los cuadros 30 y siguientes de los capítulos I a VII. Como esta información útil a la nueva sectorización sólo está disponible en base mensual desde enero de 1986 (circular 19/85), y en base trimestral desde enero de 1983 (circulares previas a la 19/85), ha habido que realizar un trabajo de estimación de series mensuales a partir de la interpolación de las series trimestrales, sometidas a las limitaciones de los totales agregados disponibles, y de otra información exógena (datos mensuales de operaciones en moneda extranjera obtenidos en el Departamento Extranjero). Para el período previo a 1983, no existían detalles referidos a administraciones públicas ni, por supuesto, a subsectores de las mismas. Los planes contables (circulares) entonces vigentes contemplaban la existencia de un «sector público» con un ámbito muy reducido y no coherente con el que se define desde 1983. A partir de esta limitada información, se han reclasificado los datos entonces disponibles utilizando *tests* de coherencia que en nada alteraban los totales a distribuir y que no evitan la existencia de una ruptura en la homogeneidad de las series en este período, ruptura que ya existía en la antigua presentación del «sector público» «sector privado».

e) *Tratamiento de la deuda asumida*

La sectorización aludida en los puntos anteriores, que clasifica al INI *holding* entre las empresas (ver epígrafe c) y ofrece datos separados para el Estado, obliga a reclasificar la deuda (obligaciones y/o créditos) en principio contraída (emitidos y/o recibidos)

fundamentalmente por el INI *holding*, pero también por otras empresas públicas (alguna de ellas clasificada en el «sector privado»), y asumida por el Estado, que se hace cargo de su amortización e intereses hasta su extinción. Esta reclasificación consiste en hacerla aparecer como un mayor pasivo del Estado y un menor pasivo exigible de las empresas a las que se asume, según se puede comprobar en los cuadros que ahora se presentan.

III. Modificaciones respecto a la situación precedente

Las novedades conceptuales expuestas más arriba han afectado a los distintos conceptos analizados en la forma que se expone en el cuadro que figura a continuación.

ALP y Crédito Interno

Saldos fin de mes: comparación entre los datos que se vienen publicando y los que incluyen las revisiones que ahora se introducen (valores absolutos en m.m.)

	Boletín Estadístico de FEB-87					Boletín Estadístico de MAR-87				
	Crédito interno				ALP	Crédito interno				Empresas y familias
	ALP	Total	Sector público	Sector privado		Total	Administraciones Públicas			
					Total		Estado	Otras AAPP		
1	2=3+4	3	4	1'	2'=3'+6'	3'	4'	5'	6'	
1980	12.863,2	13.115,3	1.636,8	11.478,5	12.863,2	13.174,6	1.117,6	720,4	397,8	12.057,0
1981	15.052,5	15.630,0	2.271,8	13.358,2	15.057,9	15.720,0	1.702,3	1.133,3	570,4	14.017,7
1982	17.549,4	18.624,3	3.290,0	15.334,2	17.558,2	18.845,0	2.741,1	2.096,9	653,4	16.103,9
1983	20.364,6	21.499,6	4.671,8	16.827,8	20.369,5	21.788,7	4.137,6	3.403,2	757,2	17.651,1
1984	23.996,5	23.996,6	6.955,5	17.041,2	23.083,4	24.410,1	6.367,7	5.553,4	847,3	18.042,3
1985	26.034,1	27.662,8	9.352,4	18.310,4	26.071,9	28.264,5	8.668,5	7.573,8	1.120,0	19.596,0
1986	29.074,3	31.243,6	11.257,5	19.986,1	29.201,4	32.113,6	10.654,8	9.391,1	1.290,4	21.458,8

NOTA.— La diferencia entre la columna 3' y la suma de las 4' y 5' se explica por los ajustes de regularización de títulos y valoración de moneda extranjera que se han aplicado al sector Administraciones públicas sin distribuir entre los subsectores componentes (ver cuadro IX-3 col. 19).

Los mercados financieros internacionales en 1986

Este artículo, elaborado por Miguel Navascués, del Servicio de Estudios, ofrece una visión del comportamiento de los mercados financieros internacionales en 1986, haciendo hincapié en los principales cambios producidos en relación a 1985. Después de una introducción general, se analiza la evolución de los distintos mercados financieros: el de obligaciones y bonos, tanto internacionales como extranjeros; los mercados de euronotas y europapel comercial, que han tenido un fuerte desarrollo en los últimos años; y, finalmente, el mercado de los créditos bancarios sindicados a medio y largo plazo. Por último, se hace una breve referencia a la evolución de los tipos de interés.

En 1986, el volumen total de financiación bruta canalizado a través de los mercados internacionales aumentó fuertemente (un 34 %), en buena medida debido al considerable nivel de refinanciación, propiciado por la caída de los tipos de interés y por la intensificación de los procesos de innovación financiera. Los niveles de financiación neta fueron, asimismo, importantes, pues descontando las amortizaciones, refinanciaciones y doble contabilización de operaciones interbancarias, puede estimarse que la aportación neta de fondos alcanzó unos 250 m.m. de dólares, con un incremento de 70 m.m. sobre 1985 (1).

Durante el año, ha continuado la tendencia hacia la «securitización» iniciada a principios de la década (véase cuadro 1), como manifestación de la creciente preferencia de inversores y prestatarios por los instrumentos negociables. En no pequeña medida, la banca internacional, como prestataria y prestamista, ha contribuido a este proceso, que le proporciona unos recursos más estables y una estructura de activos más diversificada. Sin embargo, respecto a 1985, pudieron contemplarse cambios en la importancia relativa de los distintos segmentos del mercado.

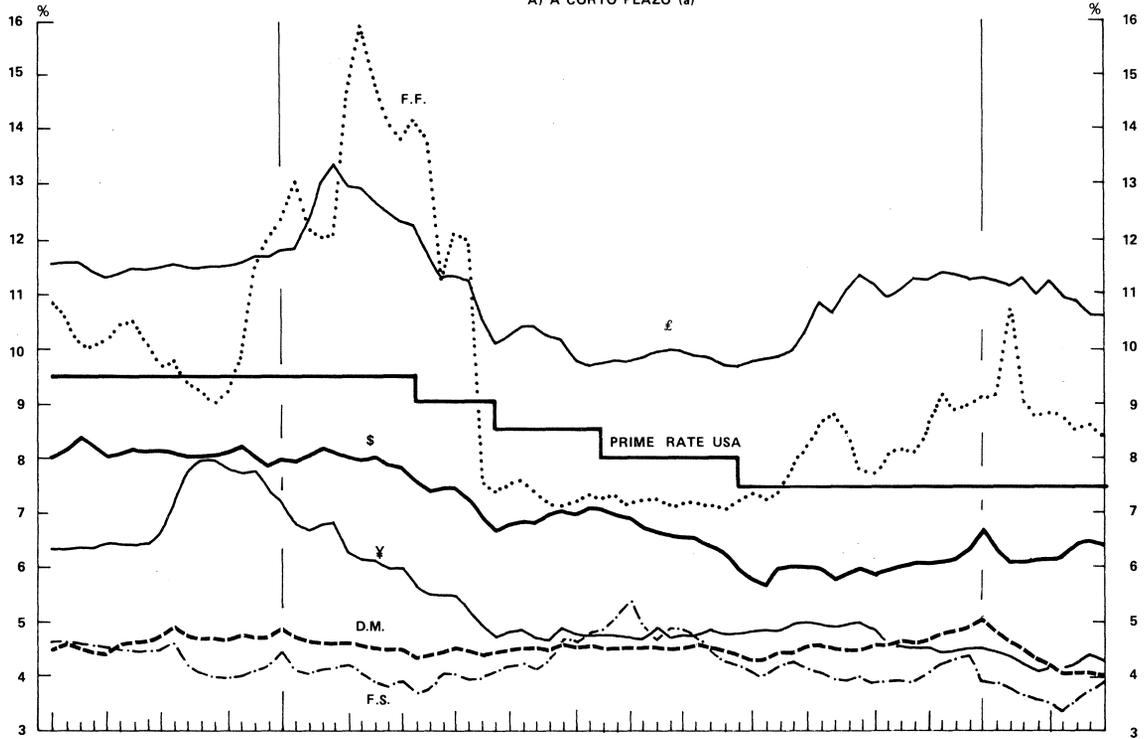
En primer lugar, la caída generalizada de los tipos de interés (véanse gráficos 1 y 2) ha favorecido la búsqueda de financiación mediante emisiones de obligaciones a tipos de interés fijos, en detrimento de las emisiones a tipo variable. Además, las recientes técnicas de *swap* de divisas e intereses han permitido, en muchos casos, trasladar los riesgos de tipo de cambio.

En segundo lugar, la competitividad de los mercados, cada vez más fuerte, ha fomentado un mayor número de innovaciones financieras y, por ende, un espectro más amplio de posibilidades de financiación. Ello, por otra parte, ha conducido a una integración

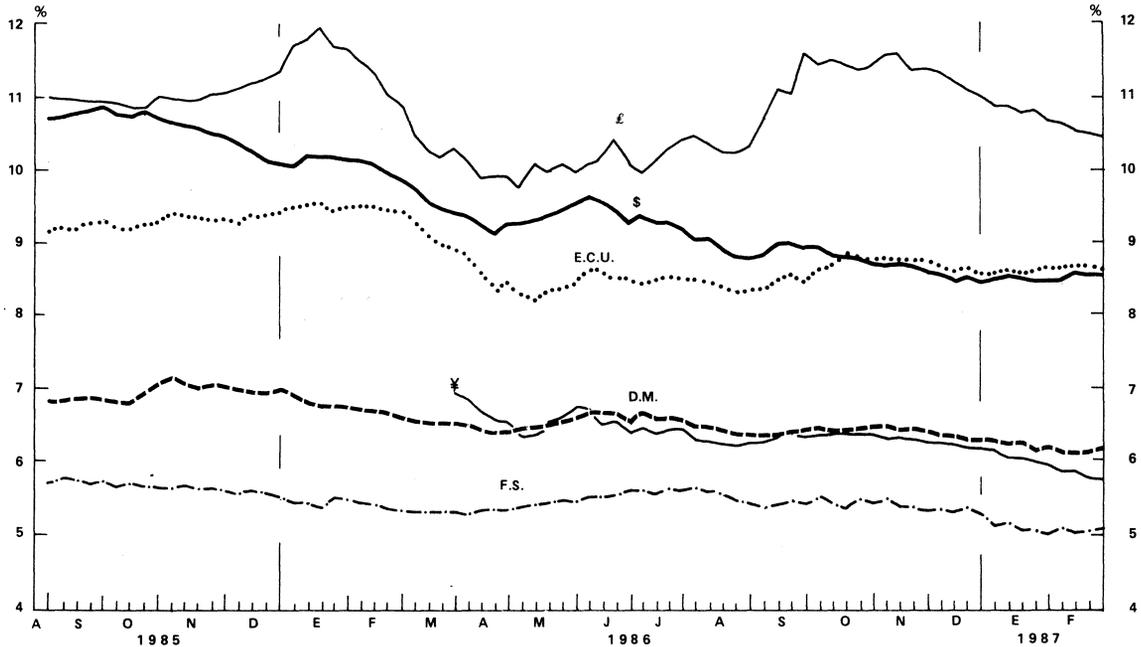
(1) OCDE: «Financial Market Trends». Febrero de 1987.

1. Tipos de interés en los euromercados

A) A CORTO PLAZO (a)



B) A LARGO PLAZO (b)



Fuentes: A): Agencia Reuter. B): OCDE (International Financial Market) y AGEFI.
 (a). Tipos de interés de eurodepósitos a 3 meses. Medias semanales.
 (b). Rendimiento interno de las obligaciones internacionales. Datos semanales.

1. Mercados financieros internacionales 1972-1986 (I)

Emisiones brutas anuales

m.m. \$

	Préstamos bancarios sindicados (1)	Euronotas NIFs, RUFs y otros (2)	Europapel comercial y otros (3)	Bonos largo plazo interés variable (FRN) (4)	Total financiación interés variable (5)=(2)+(3)+(4)	Bonos largo plazo renta fija y otros (6)	Acciones y otras formas de participación (7)	Total financiación (8)=(1)+(6)+(7)
1972	8,7	—	—	—	—	11,2	—	19,9
1973	20,8	—	—	—	—	10,0	—	30,8
1974	28,5	—	—	0,1	0,1	12,2	—	40,8
1975	20,6	—	—	0,3	0,3	21,7	—	42,6
1976	28,4	—	—	1,4	1,4	33,1	—	62,9
1977	34,2	—	—	2,2	2,2	33,8	—	70,2
1978	73,8	—	—	2,9	2,9	34,5	—	111,2
1979	79,3	—	—	4,2	4,2	36,4	—	119,9
1980	81,0	0,4	—	4,8	5,2	35,0	—	121,2
1981	94,6	1,8	—	11,3	13,1	41,5	—	149,2
1982	98,2	3,2	—	15,3	18,5	60,2	—	176,9
1983	67,2	9,5	—	19,4	28,9	57,5	—	153,6
1984	57,0	28,8	—	38,2	67,0	73,3	—	197,3
1985	42,0	46,8	21,8	58,4	127,0	109,4	2,3	280,7
1986 (p)	47,8	27,0	63,6	50,7	141,3	175,7	11,3	376,1

- Columnas (1) Total de préstamos bancarios a largo plazo e interés variable menos: a) aquéllos que se contraen como garantía de otras operaciones financieras (Euronotas, Commercial Paper, etc.). La inmensa mayoría son a interés variable. Fuente: OCDE.
- (2) Préstamos en forma de «Facilities» (NIFs, RUFs, etc.) emitidos bajo créditos *stand-by* que garantizan los fondos. A corto plazo e interés variable. Fuente Euromoney (1972-82), y OCDE (83-86).
- (3) Emisiones de europapel, que son instrumentos a tipo de interés fijo, vencimiento flexible y, a diferencia de los anteriores, sin crédito *stand-by* de respaldo. Fuente: OCDE.
- (4) Emisiones de bonos a largo plazo a interés variable (FRNs). Fuente: OCDE.
- (6) Bonos de renta fija y otros: (bonos convertibles, bonos de cupón cero, etc.). La inmensa mayoría son emisiones clásicas de renta fija. Fuente: OCDE.
- (7) Emisión (o ventas en el mercado secundario) de acciones y otras formas de participación. el grueso de esta forma de financiación son acciones de empresas multinacionales de gran prestigio, pero hay una parte relacionada con la privatización de empresas públicas. Fuente: OCDE.

Fuentes: Excepto para la columna (2) los datos son de la OCDE. Para los años 1972 a 1982, se han tomado los datos publicados en forma de serie histórica en «*Financial Statistics*», agosto de 1984. Para 1983-86, los datos de «*Financial trends*» n.º 36, febrero de 1987. Para la columna (2): a) 1972-82: Euromoney («Euronotes»: editado por la Bankson y M. Lee, 1985. b) 1983-86 OCDE, «*Financial trends*» n.º 36, febrero de 1986. Véanse notas específicas de cada columna.

creciente de los diferentes segmentos del mercado, que son cada vez más difíciles de delimitar, especialmente en lo referente a la distinción entre corto y largo plazo, por una parte, y entre crédito bancario y mercado de títulos, por otra. Además, la globalización creciente de los diferentes sectores, apoyada por la menor regulación, ha borrado la compartimentación entre mercados interiores y exteriores.

En tercero y último lugar, la bonanza de los mercados nacionales de valores ha impulsado las emisiones internacionales de bonos convertibles y similares, además de favorecer el surgimiento de un mercado rápidamente creciente de euroacciones, ligado, en parte, a las privatizaciones recientes de empresas públicas (sobre todo, británicas). Este nuevo mercado, sin embargo, está todavía muy condicionado por la evolución de las bolsas nacionales.

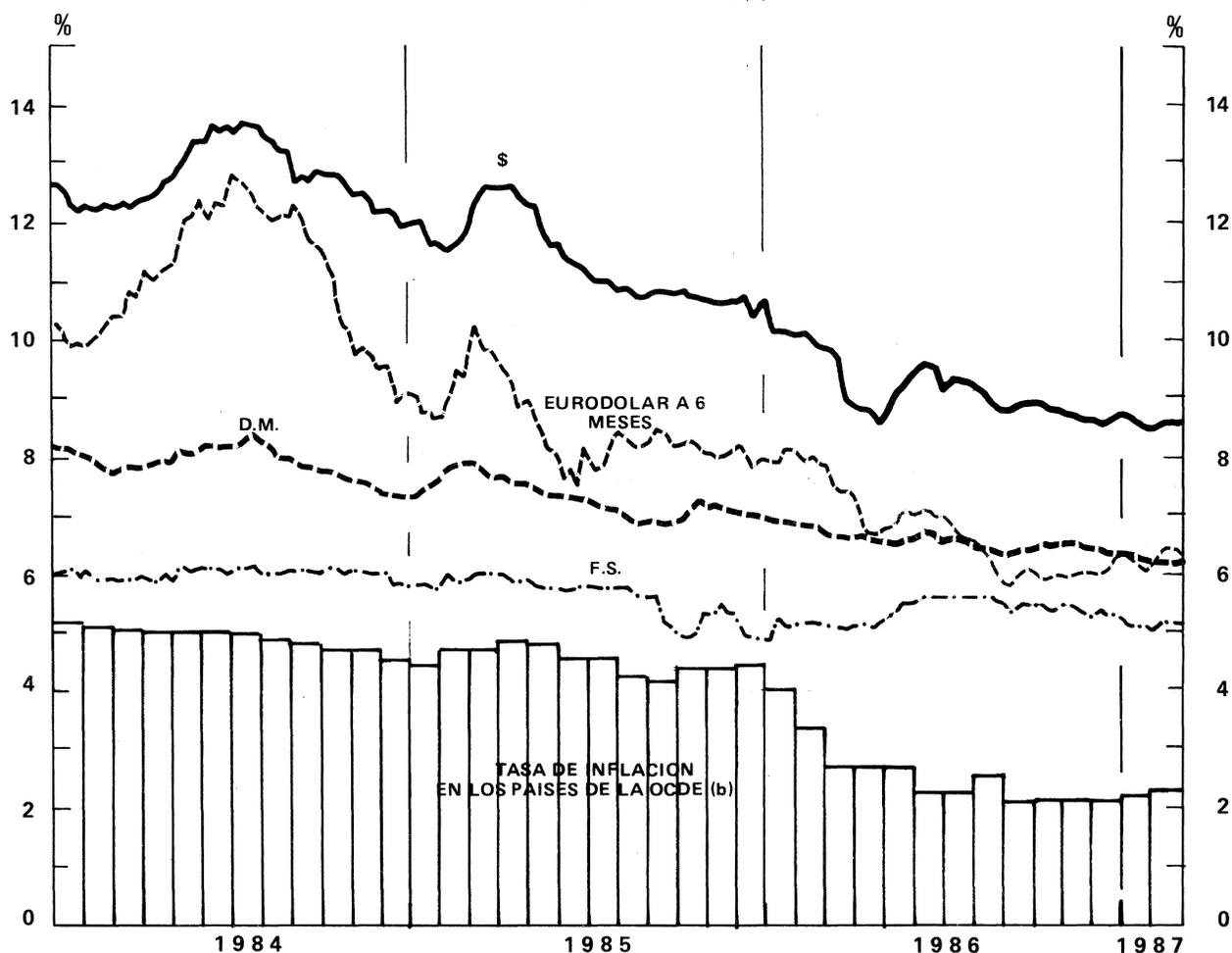
Finalmente, se ha intensificado la selectividad del mercado en favor de los países de la OCDE, que capta-

ron un 91 % de los fondos totales, frente a un 83 % en 1985. Esta selectividad se acrecienta, además, en los segmentos innovadores, donde la calidad del prestatario es un elemento fundamental. Por otro lado, el acceso al mercado de los países en desarrollo se ha vuelto cada vez más difícil, como muestra el hecho de que en 1986 consiguieron volúmenes de financiación inferiores a los de 1985. Los países del este de Europa también sufrieron recortes, y sólo los países exportadores de petróleo no sometidos a problemas de deuda mantuvieron sus niveles de acceso al mercado.

El mercado de obligaciones y bonos

Las nuevas emisiones de bonos alcanzaron un volumen de 226 m.m. de dólares: un aumento de un 35 % sobre el nivel de 1985. Sin embargo, teniendo en cuenta el carácter de refinanciación de una buena parte de las emisiones, la aportación neta de fondos se situaría, según estimaciones de la OCDE, en 161 m.m.

2. Rendimiento interno de las euroobligaciones y tipo de interés del eurodólar a seis meses (a)



Fuente: O.C.D.E. "Financial statistics monthly" y "Main ec. indicators". B.R.I. "Rapport annuel", AGEFI 1984 - 1986.

(a). Datos semanales.

(b). Datos mensuales.

(véase cuadro 3). De esta cifra, además, habría que descontar los efectos de las variaciones cambiarias, pues la depreciación del dólar acaecida en 1986 ha supuesto una revalorización artificial de las emisiones nominadas en otras monedas.

En cualquier caso, tanto en términos brutos como en términos netos, se ha producido un gran incremento de la actividad emisora. Este incremento, sin embargo, no se ha repartido uniformemente en todos los segmentos del mercado: mientras las emisiones clásicas de renta fija y de bonos convertibles (1) registraban aumentos

(1) Se incluyen tanto los bonos convertibles en sentido estricto como los ligados de alguna forma a títulos de renta variable.

2. Distribución por prestatarios de los fondos tomados a préstamo

m.m. \$

	1983	1984	1985	1986
Países de la OCDE	107,7	149,1	232,6	341,9
Países de la OPEP	7,8	3,9	4,5	4,5
Otros países en desarrollo	27,5	28,8	23,0	15,0
Países del Este de Europa	1,1	3,4	5,3	3,8
Organismos Internacionales para el desarrollo	7,7	9,9	13,2	8,3
Otros	2,0	2,2	2,0	2,6
Total	153,8	197,3	280,6	376,1

Fuente: OCDE, Financial Market Trends n.º 36, febrero 1987.

sobre los niveles de 1985, del 59 % y del 94 %, respectivamente, en el mercado de bonos a interés variable se producía una contracción de un 13 % en los volúmenes totales de emisión.

3. Emisiones brutas en el mercado de bonos

m.m. \$

	1983	1984	1985	1986
Bonos de renta fija	49,4	58,4	92,7	147,2
Bonos de interés variable (FRN)	19,5	38,2	58,4	50,7
Bonos convertibles	8,0	10,9	11,5	22,3
Otros	0,2	4,0	5,1	6,2
Total	77,1	111,5	167,7	226,4
PRO MEMORIA:				
Financiación neta (1)	58,5	90,0	131,0	161,0

(1) Descontando del total de emisiones las amortizaciones y los pagos anticipados, según estimaciones de la OCDE.

Fuente: OCDE; *ibid.*

El mercado de renta fija volvió a experimentar, al igual que en 1985, un fuerte incremento de actividad. Se emitieron 147 m.m. de dólares, frente a 93 m.m. en 1985 y 58 m.m. en 1984. La continuación en la caída de los tipos de interés nominales iniciada un año antes atrajo a numerosos prestatarios, deseosos de refinanciarse en mejores condiciones. Por otro lado, los inversores pudieron encontrar una rentabilidad real atractiva, ya que las tasas de inflación se redujeron considerablemente durante el año. Por añadidura, la utilización creciente de los *swaps* de monedas e intereses (1), aparte de prestar mayor accesibilidad a las distintas divisas, permitió diluir los riesgos asumidos, tanto a los inversores como a los prestatarios, y sacar partido a las posibilidades de arbitrajes entre mercados de distinta reglamentación. Según las estimaciones de Salomon Brothers (2), el volumen de *swaps* practicado en 1986 aumentó un 80 % (de 19 a 35 m.m. de dólares) y los *swaps* simultáneos a la emisión representaron un 16 % del total de emisiones de bonos.

Por nacionalidades, los prestatarios más importantes fueron los residentes en Estados Unidos, Japón y Canadá, si bien países de menos tradición, como China y Corea del Sur, mostraron una gran actividad. En general, en 1986 se produjo un incremento del número de

(1) Intercambio de flujos de principal y/o intereses entre dos deudores en distintas monedas que, por diversas razones (accesibilidad, riesgo de cambio, etc.), encuentran conveniente este tipo de operaciones.

(2) Salomon Brothers: «New Issue Activity in international bond markets», 1986-87: Review and outlook.

emisores y una creciente importancia de las emisiones soberanas, pero, en todo caso, en 1986 continuó el proceso de los últimos años de orientación de fondos hacia los países de la OCDE, que de una cuota del mercado del 87 % pasaron a un 94 %. Por su parte, los países en desarrollo emitieron unos 2,1 m.m. de dólares, descendiendo su participación a un 2,0 %, la más baja desde 1983.

En cuanto a la distribución por monedas, a pesar de las considerables fluctuaciones habidas en los tipos de cambio, en 1986 no se han producido grandes cambios en el mercado de bonos de renta fija, aparte del aumento relativo del yen japonés (que siguió beneficiándose de la liberalización practicada desde 1985 por las autoridades japonesas), en detrimento del ECU. Por su parte, las emisiones en dólares USA siguieron ocupando, por tercer año consecutivo, un 46 % del volumen total.

Según puede verse en el cuadro 3 y en consonancia con el descenso generalizado de los tipos de interés, la fortaleza del mercado de renta fija en 1986 se vio acompañada por la debilidad mostrada por las emisiones de bonos de interés variable (FRN). Los fondos captados mediante este instrumento fueron de 51 m.m. de dólares, frente a 58 m.m. en 1985. Con ello, la cuota de mercado en el total de emisiones de bonos pasó del 35 % en 1985 al 22 % en 1986, el nivel más bajo desde 1982. Aparentemente, el declive del mercado de bonos a interés variable es la otra cara de la moneda del éxito reciente de otros instrumentos negociables, que ofrecieron financiación en condiciones más flexibles y a más bajo coste. Ejemplo de ello es que la banca, por primera vez en 1986, descendió en términos absolutos su volumen de captación por esta vía (25 m.m. de dólares frente a 32 m.m. un año antes), reduciendo así la importancia relativa de este instrumento al 25 % de sus fuentes de financiación, en contraste con el 50 % de años recientes.

El mercado de bonos convertibles y títulos similares conoció un alto nivel de desarrollo en 1986, con un volumen de operaciones de 22 m.m. de dólares, que dobla la cifra de 1985. Este mercado recibió un fuerte impulso por parte de las principales bolsas de valores, que en 1986 registraron alzas históricas. Las empresas japonesas fueron las más activas, con una captación de fondos de 12 m.m., que supone un 52 % del mercado; pese a ello, su parte alícuota disminuyó considerablemente respecto a niveles de años recientes, que rondaron cifras del orden del 65 %. El segundo país en importancia fue Estados Unidos, con 3 m.m. de emisión, pero también redujo su peso relativo. Por primera vez en muchos años, la captación de fondos por parte de otros

países superó un 30 % de las emisiones totales. En cuanto a las divisas más solicitadas, continuó manifestándose el alto grado de concentración en el franco suizo y en el dólar USA, que absorbieron el 83 % del total.

Los mercados de obligaciones y bonos, a lo largo de 1986, intensificaron el grado de convergencia de los fondos hacia los países de la OCDE, pues dichos países captaron el 94 % del volumen total de financiación, frente a un 87 % en 1985. Dentro de la OCDE, los dos tercios de los fondos fueron a parar a los seis países más desarrollados. Especialmente activos fueron los residentes de Japón, que aumentaron sus emisiones un 63 % sobre 1985. Por el contrario, los países en desarrollo, así como los organismos internacionales para el desarrollo, disminuyeron sus niveles absolutos y relativos de fondos logrados mediante emisiones: 13 m.m. de dólares frente a 21 m.m. de 1985 (véase cuadro). El único país que emitió cantidades importantes fue China, con 1,4 m.m. de dólares: un 40 % más que en 1985.

En lo referente a la distribución por monedas, el mercado de bonos no mostró grandes alteraciones, aunque es de resaltar la mayor importancia relativa de las emisiones en yens y el menor peso relativo de las emisiones en ECUs, debido a que el volumen de bonos en ECUs ofrecidos disminuyó un 23 %. Con todo, las cinco monedas más importantes continuaron absorbiendo más del 80 % del mercado, y tan sólo el dólar USA, el 59 %. Por otro lado, las operaciones *swap* de monedas e intereses diversificaron los riesgos de cambio derivados de las emisiones en divisa distinta del país emisor.

Mercados de euronotas y europapel comercial

En un contexto de aumento de la actividad económica en la mayoría de los países desarrollados, los mercados de euronotas y papel comercial registraron en 1986 aumentos espectaculares en el volumen de contratación. Considerando conjuntamente ambos mercados, se alcanzó una cifra de negocios de 91 m.m. de dólares, lo cual supuso un aumento del 32 % sobre 1985. No obstante, este aumento se repartió de muy distinta manera entre ambos mercados.

El volumen emitido en el mercado de euronotas (1)

(1) Bajo esta denominación se incluyen todas las formas de emisión de notas a medio plazo, pero renovables cada 3 ó 6 meses, a tipos de interés variable, con compromiso del agente-colocador de hacerse cargo del papel no vendido, mediante líneas de crédito que cubren el monto de la emisión.

4. Mercado de euronotas y papel comercial

	m.m. \$			
	1983	1984	1985	1986
Euronotas (NIF)	3,5	17,4	36,3	21,4
Otras formas de euronotas con garantía de crédito	6,0	11,4	10,5	5,6
Europapel comercial	—	—	11,2	55,6
Otras formas de europapel, sin garantía de crédito	—	—	10,6	8,0
Total	9,5	28,8	68,6	90,6
PRO MEMORIA:				
Créditos relacionados con absorciones	4,0	26,5	7,1	0,7
Renegociaciones de emisiones previas	—	—	3,0	5,1

Fuente: OCDE; ibid.

registró en 1986 una fuerte pérdida del 42 %, pasando de un total de 47 m.m. de dólares en 1985 a 27 m.m. en 1986 (véase cuadro 4). Ello tuvo su origen en el menor recurso a esta fuente de financiación por parte de las empresas de Estados Unidos, Gran Bretaña y Australia, principalmente, que desviaron su interés hacia el europapel comercial. Por el contrario, Japón (900 millones de dólares) y España (1.000 millones: de ellos, 500 para el Reino de España) fueron países con fuertes incrementos de participación.

La caída del interés de los prestatarios por las euronotas parece estar relacionada con el desarrollo del mercado más flexible de europapel comercial (2), cuyas cifras de contratación pasaron de 22 m.m. de dólares en 1985 a 64 m.m. en 1986 (incluyendo en estas cifras tanto las emisiones de europapel como las de los títulos de similares características). También hubo un gran aumento del número de operaciones acordadas (260, frente a 52 en 1985) y del espectro de países prestatarios (27 países, frente a 17 en 1985) (3). Japón y Estados Unidos fueron los países más activos, repartiéndose un 45 % del mercado; no obstante, el interés de ambos fue diferente, pues así como el grueso de los prestatarios japoneses fueron filiales de bancos nacionales, buscando un acceso al mercado de certificados de depósito, los de Estados Unidos encontraron una fuente de financiación alternativa al mercado interior de papel comercial.

(2) Bajo esta rúbrica se inscriben todos los programas de financiación a corto plazo, con vencimiento variable, pero tipo de interés fijo en cada una de las fases de renovación, que, a diferencia de las euronotas, no están respaldadas por líneas de crédito.

(3) Una de las recientes incorporaciones fue el Reino de España, que con 500 millones de dólares participó en uno de los cuatro programas acordados para estados soberanos.

El éxito reciente de la emisión de europapel comercial parece basarse en dos importantes razones. En primer lugar, las medidas de regulación de riesgos de la banca respecto a las euronotas, adoptadas por las autoridades de varios países, establecieron cierta limitación al crecimiento de estos instrumentos (1); así actuaron, por ejemplo, las autoridades del Reino Unido, Alemania, Estados Unidos y Japón, estableciendo tasas obligatorias de cobertura de riesgo sobre recursos propios para los bancos que conceden líneas de crédito como respaldo de estas operaciones. En segundo lugar, el europapel supone financiación más flexible y a más bajo coste que las euronotas (muchas veces, por debajo del LIBOR), mientras que para los inversores es un sustituto perfecto de otros activos a corto plazo muy líquidos, como los bonos del Tesoro o el papel comercial nacional. Sin embargo, la expansión de este mercado tiene ciertos límites, pues la colocación de los títulos exige unos prestatarios de reconocido prestigio.

5. Préstamos sindicados a medio y largo plazo

	m.m. \$			
	1983	1984	1985	1986
Préstamos internacionales	60,2	53,2	53,5	50,0
Préstamos extranjeros	7,0	8,8	6,6	8,4
Total	67,2	62,0	60,1	58,4
Menos:				
Préstamos renegociados	—	5,0	18,1	10,5
Total préstamos nuevos	67,2	57,0	42,0	47,9
PRO MEMORIA:				
TOTAL estimación financiación bancaria neta (1)	51,8	42,5	31,5	44,1

(1) Descontando los préstamos concedidos en un contexto de acuerdos de reestructuración («managed» loans) y los préstamos de consolidación o amortización de préstamos anteriores (refinancing loans), según estimaciones de la OCDE.

Fuente: OCDE; *ibid.*

Las recientes innovaciones en estos mercados han flexibilizado tanto el abanico de posibilidades en las formas de emisión, que se han diluido, en gran medida, las fronteras que los delimitan. El estado actual es, más bien, un amplio espectro de posibilidades de financiación definidas en el momento de la emisión, que pueden, además, modificarse durante la vida del contrato. Sin embargo, parece probable que el mercado convergirá hacia unas pocas posibilidades de formalización de este tipo de créditos, estableciéndose una diferencia fundamental entre un mercado de europapel sin cré-

(1) Véase Bank for International Settlements (BIS). «Rapport annuel», 1986.

dito de respaldo, apto para los prestatarios más cualificados, y un mercado de euronotas que precisan líneas de crédito de respaldo, apto para los demás prestatarios (2).

El mercado de los créditos sindicados

En términos globales, el volumen de préstamos bancarios internacionales y extranjeros a largo plazo registró en 1986 una ligera caída de unos 2 m.m. de dólares (véase cuadro 5). Ahora bien: considerando las cifras de préstamos renegociados, que fueron inferiores a las de 1985, la nueva financiación bancaria alcanzó una cifra de 48 m.m. de dólares, superior en unos 6 m.m. a la de 1985. Si, además, se descuenta el volumen, estimado por la OCDE, de la deuda refinanciada o reestructurada, se obtendrá una cifra de préstamos, concedidos voluntariamente por la banca, de 44 m.m. de 1986, superior en unos 12 m.m. a la cifra de 1985.

La amplitud de liquidez de la cual gozó el sistema bancario, junto con la fuerte competencia mostrada por otras fuentes financieras ya analizadas, propició unas extraordinarias condiciones de crédito. Así, los márgenes cargados sobre el LIBOR (1) por la banca descendieron a niveles históricamente bajos (véase cuadro 6). Pese a ello, los prestatarios altamente cualificados mostraron su preferencia por otros mercados en los que el coste de financiación está por debajo o cercano al LIBOR, como los mercados de euronotas o europapel, o bien los mercados de eurobonos combinados con *swap*. En cambio, para otros prestatarios —especialmente algunos países en desarrollo— con menor acceso a los nuevos mercados, el descenso de los márgenes ha significado una buena oportunidad de nueva financiación, o renegociación de los préstamos en mejores condiciones, amortizando anticipadamente los antiguos contratos y formalizando otros nuevos.

6. Márgenes cargados sobre el libor por la banca internacional. Por prestatarios

	Puntos porcentuales			
	1983	1984	1985	1986
Países OCDE	0,65	0,55	0,41	0,36
Países Este de Europa	1,18	0,88	0,55	0,26
Países OPEP	0,85	0,76	0,72	0,46
Países en desarrollo	1,70	1,44	0,99	0,67
Media general	1,15	0,93	0,60	0,40

Fuente: OCDE, *ibid.*

(2) Véase BIS, «Recent innovations in international banking», 1986.

En cuanto a los plazos, el vencimiento medio de los eurocréditos cayó ligeramente en 1986. Pero, como puede verse en el cuadro 7, ello no significa un empeoramiento de las condiciones impuestas por la banca, sino un cambio en la composición de los prestatarios: para la financiación a plazos más largos, los países de la OCDE prefirieron acudir a otras fuentes financieras, intensificando, por otro lado, el recurso a los bancos para líneas de crédito de respaldo de otras operaciones, cuyos vencimientos son, generalmente, inferiores a cinco años.

7. Vencimiento medio de los créditos sindicados Por prestatarios

	Años/meses			
	1983	1984	1985	1986
Países OCDE	7/8	7/4	7/3	6/8
Países Este de Europa	4/5	5/1	7/5	7/5
Países OPEP	7/2	7/7	6/1	7/9
Países en desarrollo	7/0	8/1	9/1	8/2
Total	7/7	7/9	7/8	7/0

Fuente: OCDE, *ibid.*

La distribución por países prestatarios confirma la tendencia observada en los mercados de bonos y notas: los países de la OCDE captaron 32 m.m. de dólares, con un aumento de 68 % sobre 1985, mientras que los demás países descendieron en su nivel de apelación o perdieron peso relativo en el volumen total de financiación. Los países del este de Europa redujeron su recurso en un 40 %, mientras que los de la OPEP lo aumentaron marginalmente, un 16 %. Sin embargo, hay que hacer constar que este grupo de países redujo sustancialmente sus depósitos en la banca internacional.

Por su parte, los países en desarrollo registraron una fuerte caída de recursos obtenidos en el mercado de créditos, pues estos pasaron de un volumen de 13 m.m. de dólares en 1985 a 8 m.m. en 1986, el nivel más bajo desde hace diez años. Gran parte de estos países continúa teniendo difícil acceso al crédito en condiciones de mercado. Además, en 1986 no se firmó ningún préstamo nuevo bajo acuerdos de refinanciación («*managed*» loans). En este sentido, cabe resaltar que, mientras algunos países de Asia vivieron situaciones financieras más holgadas, gracias a la mejora de sus saldos exteriores por cuenta corriente (por ejemplo, Corea del Sur y Tailandia), los países de Latinoamérica vieron empeorar su situación y apenas lograron captar cantidades marginales de crédito, con márgenes sobre el LIBOR, además, mucho más eleva-

dos que la media de estos países, ya que incorporan altas primas de riesgo (aproximadamente, 1,44 puntos porcentuales, frente a una media de los países en desarrollo de 0,6 puntos).

Evolución de los tipos de interés

Este comentario se finalizará haciendo una breve referencia a la evolución de los tipos de interés negociados en los mercados financieros internacionales. Como ya se ha comentado anteriormente, los tipos de interés a corto y largo plazo mostraron, durante 1986, una clara tendencia a la baja (véanse gráficos 1 y 2). Entre los tipos de interés a largo plazo, el del eurodólar pasó de un 10,1 % en diciembre de 1985 a un 8,5 % en diciembre de 1986, registrando así una caída más intensa que los tipos de las demás monedas (0,2 puntos porcentuales para el franco suizo, 0,10 puntos para la libra esterlina, 0,7 puntos para el marco alemán). Excepto para la libra esterlina, que registró fuertes alteraciones durante el ejercicio, esta caída de los tipos fue suave y continua, y se prolongó en los dos primeros meses de 1987.

Por otro lado, las tasas de inflación de los países desarrollados tendieron a decrecer (véase gráfico 2), con lo que los rendimientos reales de las colocaciones a largo plazo se mantuvieron o aumentaron ligeramente.

Por su parte, los tipos de interés a corto plazo también cayeron durante el año, pero con mayores fluctuaciones que los de largo plazo, debido a las turbulencias cambiarias y a las acciones emprendidas por las autoridades para contrarrestarlas. En diciembre de 1986, apuntaron una brusca subida, que elevó los tipos de las monedas más importantes a niveles próximos a los de diciembre del 85; pero en los dos primeros meses del 87 volvieron a descender.

En general, puede afirmarse que, a lo largo de 1986, no se registraron grandes tensiones en los mercados, y los tipos a corto plazo tendieron a evolucionar a niveles más bajos que los tipos a largo plazo. Sólo la libra esterlina, entre las monedas importantes, experimentó, a principios de año, tipos de interés a corto por encima de los de largo plazo.

18-III-1987.

La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología

Este artículo ha sido elaborado por Antoni Espasa, María Cruz Manzano, María de los Llanos Matea y Víctor Catasús, del Servicio de Estudios del Banco de España.

I. Resumen

En este artículo se ofrece de forma resumida una metodología ordenada para llevar a cabo un análisis sistemático del proceso inflacionista en el caso español, cuyo planteamiento se expone en el apartado II.

El enjuiciamiento de la situación inflacionista, a través de cada nueva observación disponible del Índice de Precios al Consumo (IPC), requiere modelos cuantitativos capaces de explicar el comportamiento que se esconde detrás de cada nuevo dato —véanse apartados III y IV—. Dichos modelos permiten también alargar la serie con predicciones y realizar una estimación de la inflación subyacente, o tendencia de los precios más fiable, tal como se expone en el apartado V. Con la estimación de la inflación subyacente, se puede responder a las siguientes preguntas —véase apartado VII—:

1. El movimiento en los precios, ¿está acelerándose, desacelerándose o en una situación de crecimiento constante?
2. Las perspectivas de inflación, ¿están mejorando o empeorando?
3. La situación inflacionista actual, ¿es permanente o va a cambiar de signo en el futuro próximo?
4. ¿Es la política monetaria compatible con el objetivo de inflación perseguido?
5. ¿Cuál es la medición más adecuada del diferencial de inflación?

Dado el estado de la información disponible en el caso español, la estimación de los efectos inflacionistas de la introducción del Impuesto sobre el Valor Añadido requiere también el uso de modelos sobre precios —véase apartado VI—. La cuantificación de dichos efectos es necesaria si se quiere estimar adecuadamente la inflación subyacente, o tendencia de los precios, y si se quiere medir con cierta precisión el diferencial de inflación respecto al exterior. Con los modelos utilizados, se estima que el IVA supuso un incremento de 2,41 puntos porcentuales en el IPC global en 1986.

El seguimiento adecuado del diferencial de inflación respecto a determinados grupos de países es esencial en cualquier análisis de la situación inflacionista —véase apartado VIII—, pues, entre otras cosas, permite obtener elementos de juicio para instrumentar la política económica, tanto en su vertiente de política fiscal —en concreto, financiación del déficit— como de política monetaria.

En el apartado IX y último, se realiza un breve análisis de la situación inflacionista para 1987, según la información disponible hasta enero de este año. De este análisis se desprende:

- a) el IPC global y el IPSEBENE (índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos) muestran evoluciones subyacentes de crecimiento desacelerado;
- b) en el caso del IPC global, esta evolución es mejor que la que se estimaba en octubre, pero ello es, en gran parte, debido a la reducción de los precios de la energía, ocurrida en noviembre. La evolución subyacente actual del IPSEBENE es peor que la estimada en octubre;
- c) el IPSEBENE muestra una inflación subyacente actual del 5,7 %;
- d) el crecimiento acumulado para el IPC global durante 1987 se predice entre el 5,1 y el 5,9 %, según sea el perfil mensual con el que se logre el objetivo anual definido para las magnitudes monetarias;
- e) de lo anterior se deduce que la política monetaria anunciada es compatible con el objetivo de inflación, pero necesaria para que éste pueda lograrse.

Al acabar de escribir este artículo, ha llegado el dato del IPC correspondiente a febrero. Tanto en el índice global como en el IPSEBENE, lo observado se halla por encima de la predicción. Esto supone un empeoramiento de las perspectivas sobre la inflación que hemos enumerado en a)–e). El comportamiento aparentemente moderado del IPC total es consecuencia, básicamente, del fuerte retroceso de los precios de los alimentos no elaborados. La falta de significado de la evolución mensual de este componente se comentó en el *Boletín Económico* de febrero de 1987, páginas 41 a 52.

En el gráfico 7 del texto se calcula la inflación subyacente incluyendo la información de febrero de 1987.

II. Planteamiento del problema y series de precios relevantes

El análisis de la inflación debe realizarse sobre índices de precios finales. En la economía española, el único precio final que se observa con prontitud es el índice de precios al consumo (IPC), que, por otra parte, es el único que se construye a nivel mensual, por lo que el estudio que sigue se basa en dicho índice.

Los datos sobre los incrementos del índice de precios al consumo son muy oscilantes. Véase, por ejemplo, el gráfico 1. Este hecho implica que el mero seguimiento de dichos datos es poco informativo en un análisis a fondo de la inflación en la economía española. Por ello se requiere un estudio cuantitativo profundo de las series temporales de los precios en cuestión, que debe diseñarse en función de los objetivos perseguidos con el análisis de la inflación.

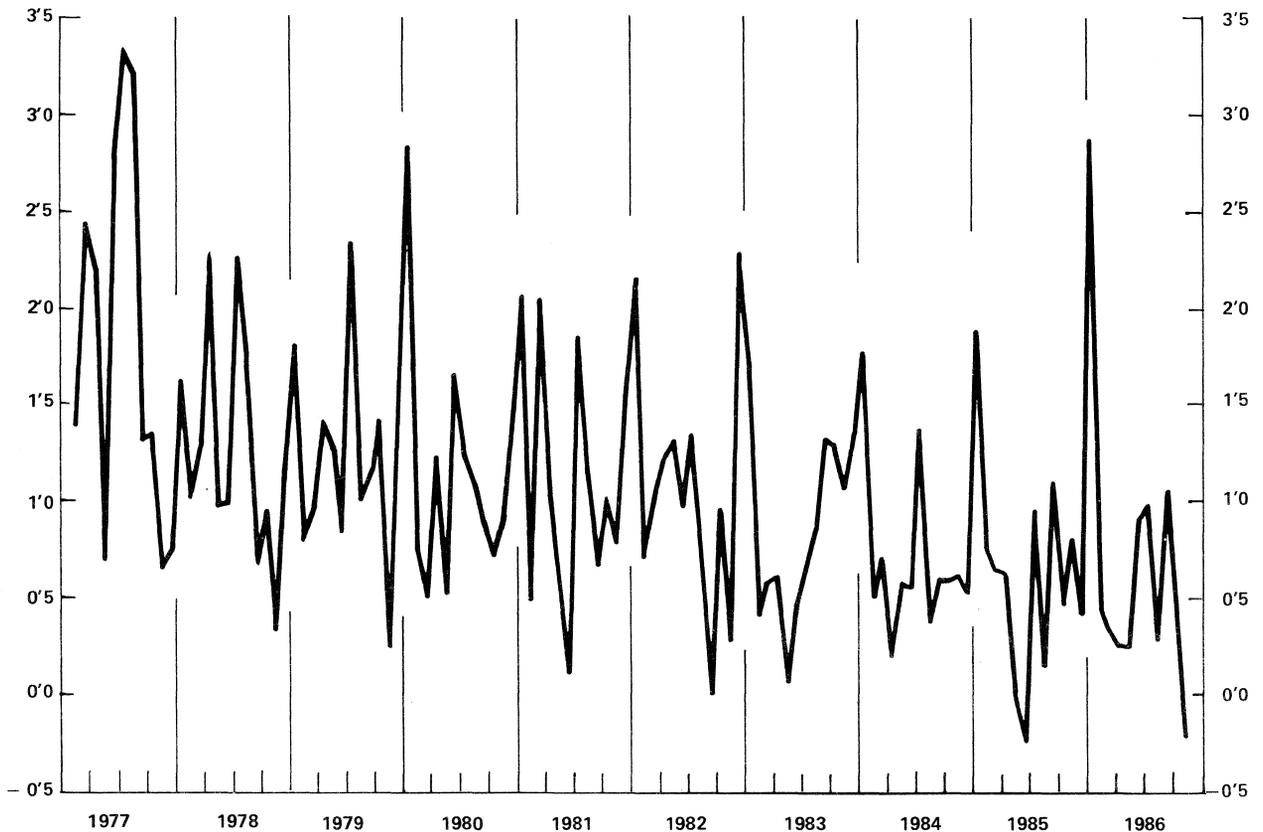
Una enumeración de dichos objetivos incluirá, normalmente, los siguientes puntos:

- 1) evaluar en qué medida un nuevo dato observado sobre el índice de precios es bueno o malo;
- 2) predecir a corto y medio plazo la evolución del IPC;
- 3) estimar la evolución subyacente de los precios;
- 4) analizar la evolución subyacente, considerando:
 - a) su velocidad de avance;
 - b) su mejora o empeoramiento respecto a estimaciones anteriores;
 - c) comparándola con las predicciones a medio plazo.

Antes de continuar, debemos abordar la cuestión de cuál es el grado de agregación de precios con el que vamos a trabajar. Para contestar a la pregunta planteada, debemos tener en cuenta que un mismo nivel de inflación en el índice agregado total, IPC, puede corresponder a situaciones muy distintas, pues:

- a) las características tendenciales y oscilantes de los componentes del índice total pueden ser muy diversas y no tender a compensarse entre sí;

1. Incrementos mensuales del Índice de Precios al Consumo



b) las medidas para reducir la inflación pueden ser diferentes según sea la evolución de los distintos precios que componen el agregado.

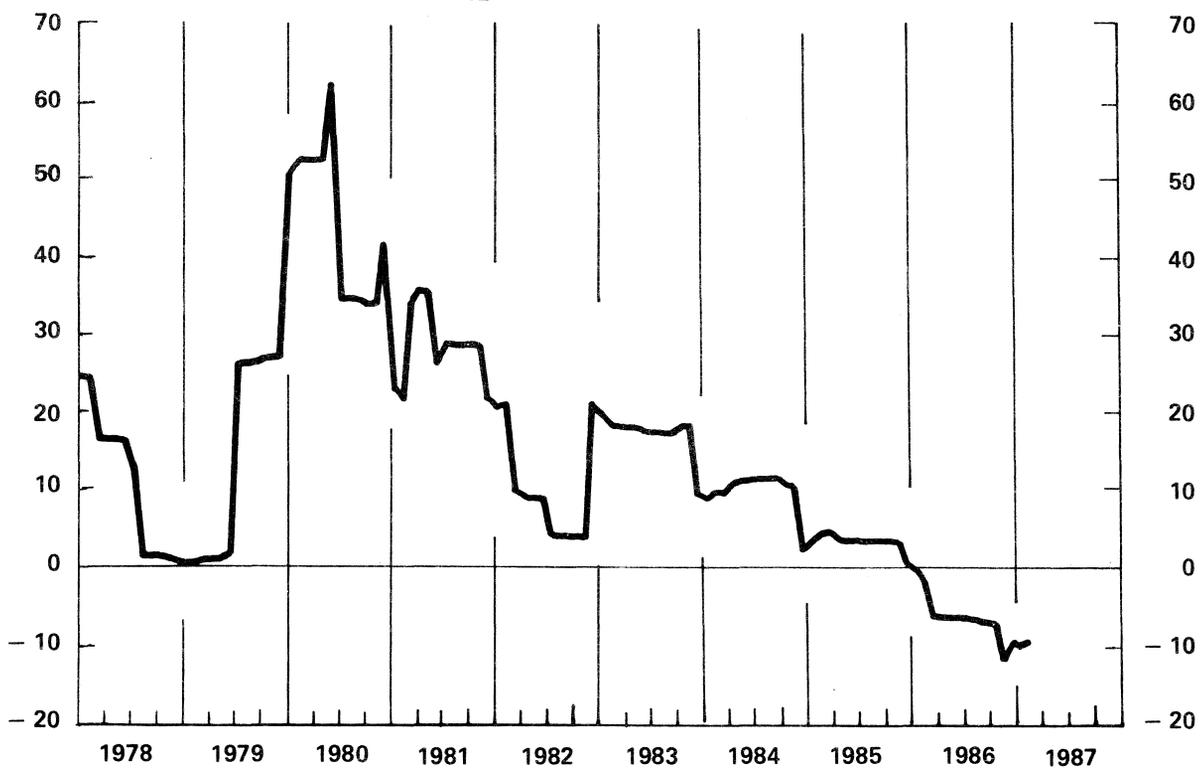
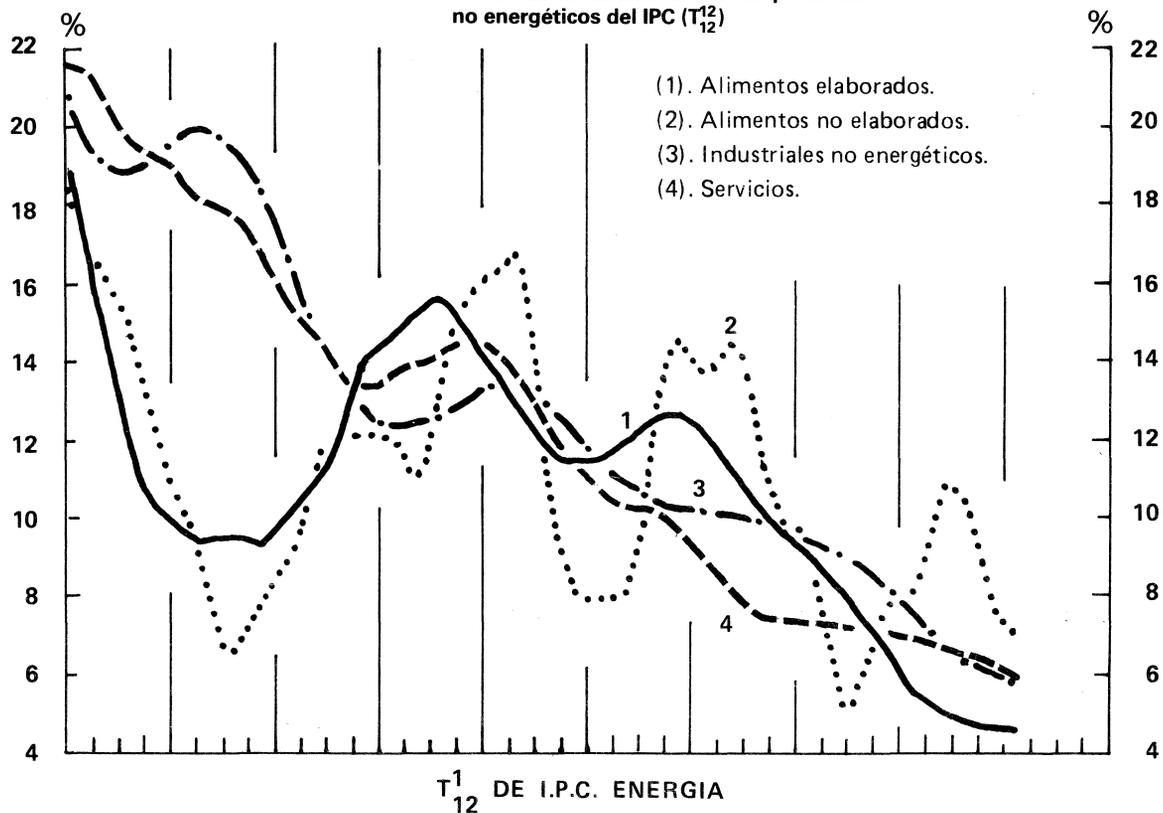
Por tanto, el nivel de agregación debe elegirse en función de a) y b) y de los objetivos del análisis. Investigar las características tendenciales y oscilantes de todos los componentes del IPC es una tarea larga que no hemos realizado. En su defecto, hemos desglosado el IPC en los cinco componentes básicos que se señalan en el cuadro 1, y estudiado sus características. Se ha podido comprobar que dichos componentes tienen evoluciones distintas (véase gráfico 2), que aconsejan analizar el agregado total a partir de los análisis específicos de estos cinco componentes.

Esta solución no es óptima, pero ciertamente incorpora un nivel de desagregación mínimo, a partir del cual conviene analizar el IPC.

Sobre la base de estos componentes del cuadro 1, se obtienen ciertos agregados intermedios cuya evolución es también muy útil analizar. Estos agregados intermedios se enumeran en el cuadro 1.

El estudio de los componentes básicos del IPC revela la existencia de uno muy errático —el índice de precios de alimentos no elaborados— y de otro que se mueve escalonadamente —bienes energéticos—. Estos últimos son precios administrados, y su movimiento, de naturaleza más bien determinística, requiere una consideración especial a la hora de obtener la evolución subyacente del IPC; sobre este tema volveremos más adelante. En cuanto al índice de precios de alimentos sin elaborar (ANE), podemos ver en el gráfico 2 que las tasas de crecimiento de su tendencia oscilan alrededor de las tasas de crecimiento de las tendencias de los otros componentes no energéticos del IPC (IPSEBENE). Asimismo, en el gráfico 3 podemos ver que la relación entre el ANE y el IPSEBENE —índice de precios de

2. Tasas anuales de las tendencias de los componentes no energéticos del IPC (T_{12}^1)



1. Componentes básicos del IPC

IPC (100 %)	A) Alimentos sin elaborar (15,46 %) B) Alimentos elaborados (17,56 %) C) Industriales no energéticos (24,74 %) D) Servicios (34,24 %) E) Energía (7 %)
Agregados intermedios útiles	
	1) A+B, Alimentos (33,02 %) 2) C+D, no alimenticio-no energético (59,98 %) 3) C+D+E, no alimenticio (66,98 %) 4) B+C, bienes elaborados no energéticos (43,30 %) 5) B+C+D+E, servicios y bienes elaborados no energéticos (77,54 %) 6) B+C+D+E, servicios y bienes elaborados (84,54 %) 7) A+B+C+D, IPC no energético (93,00 %)

servicios y bienes elaborados no energéticos— oscila alrededor de un valor que se mantiene relativamente estable desde 1980. Todo ello sugiere que, para analizar la evolución subyacente de la inflación en la economía española, es conveniente eliminar del IPC los precios de alimentos no elaborados, sobre todo en períodos de estabilidad de los precios relativos (1).

El argumento anterior se puede aplicar también a los precios energéticos. Así, en períodos en los que se espere que el precio relativo de la energía respecto a los demás precios no va a cambiar a medio plazo, se pueden eliminar del IPC los precios energéticos, con el fin de analizar la inflación subyacente de la economía.

Más adelante analizaremos cómo estimar la evolución subyacente en una serie temporal cualquiera, pero en este momento de la exposición conviene destacar que, en períodos de cierta estabilidad en los precios relativos alrededor de un valor constante, la evolución subyacente de la inflación se puede estudiar en el índice de precios de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE), mejor que en el índice global de precios al consumo.

(1) En el *Boletín Económico* de febrero de 1987, se incluye un artículo de Juan José Camio, que analiza una serie de razones, ligadas al tratamiento que el IPC da a los bienes estacionales, por las que la evolución mensual del IPC de los alimentos no elaborados no es representativa del comportamiento efectivo de los precios correspondientes.

Por otra parte, la estabilidad de la cesta de bienes y servicios que componen el IPSEBENE es menos sensible que la cesta del IPC global a variaciones de los precios de sus componentes. Por este motivo, el IPSEBENE es, probablemente, más representativo del coste de vida que el IPC global, cuando los alimentos sin elaborar se encarecen o abaratan, de forma marcada, pero transitoria, respecto al resto de bienes. Así, aunque es cierto que la economía española tiende a indiciarse sobre el IPC total, tenemos que en tanto en cuanto éste oscila alrededor del IPSEBENE, podemos decir que, a medio plazo, la indicación se realiza alrededor de este último. Es más: incluso en el corto plazo, los agentes estarán más dispuestos a indiciar por debajo del IPC en períodos en los que la inflación subyacente del IPC global está por encima de la inflación subyacente del IPSEBENE, que en períodos en los que el IPSEBENE está por encima del IPC.

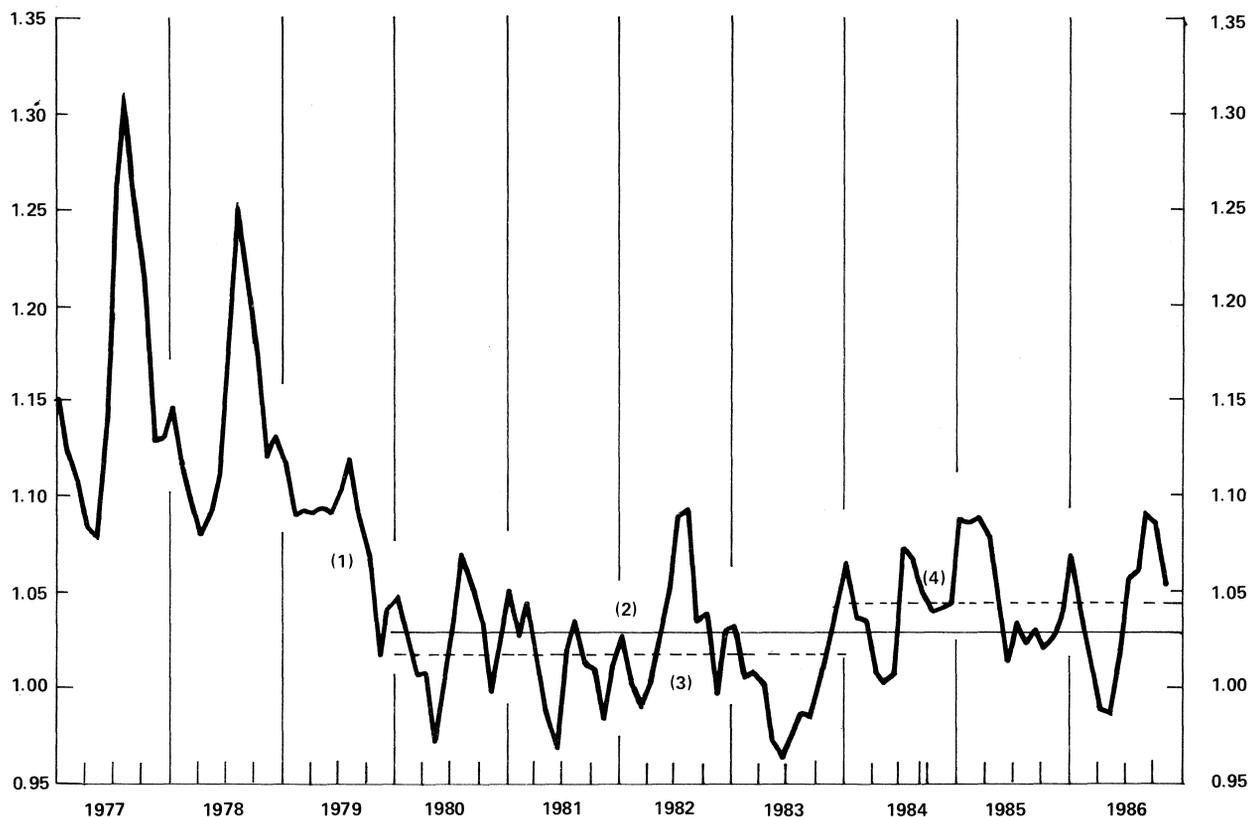
Por todo lo anterior, cabe recomendar la utilización, al menos para un análisis a medio plazo, del IPSEBENE como índice relevante. En cualquier caso, será siempre conveniente analizar la inflación a nivel de IPC y de IPSEBENE. Así, en situaciones en las que el IPC está por debajo del IPSEBENE, es peligroso aventurar que la inflación se va a consolidar alrededor del nivel subyacente del IPC y no alrededor del nivel subyacente del IPSEBENE.

III. Modelos cuantitativos para el análisis de la inflación

Tanto para evaluar una nueva observación como para predecir los valores futuros en una serie temporal o para estimar su evolución subyacente, es necesario disponer de modelos cuantitativos capaces de explicar el comportamiento recogido en los datos.

Los modelos cuantitativos se pueden clasificar, en función del nivel de información que utilizan, en: univariantes, con indicador y econométricos. Los modelos univariantes utilizan el mínimo de información posible: los valores observados de la serie bajo estudio. En estos modelos, el valor presente de una serie temporal se explica en función de sus valores pasados, dando lugar a lo que se denominan *modelos Arima*; pueden ampliarse con la inclusión de variables explicativas artificiales, principalmente binarias, para captar movimientos atípicos importantes registrados por la serie temporal, debidos a causas de tipo institucional, y que han de ser incorporados

3. ANE/IPSEBENE



(1). ANE/IPSEBENE.

(2). Media del ANE/IPSEBENE en el período 8001—8611.

(3). Media del ANE/IPSEBENE en el período 8001—8312.

(4). Media del ANE/IPSEBENE en el período 8401—8611.

ANE = IPC de alimentos sin elaborar (15.46%).

de modo exógeno, pues no forman parte del comportamiento regular de la serie económica (1).

Para los fines de este artículo, denominamos *indicador* a aquella variable económica cuya evolución se adelanta a la de la variable dependiente, que en nuestro caso es el índice de precios al consumo. Los modelos con indicador son modelos que incluyen indicadores como variables explicativas. Los indicadores que consideraremos en este trabajo son: precios industriales, precios de importación y precios agrícolas.

Los modelos econométricos especifican una relación entre la variable objeto de estudio y un conjunto de variables explicativas, de acuerdo con una

(1) Sobre este último punto, puede consultarse, por ejemplo, Espasa 1986a.

determinada teoría económica. Estos se pueden clasificar en estructurales y de forma reducida. En los primeros, las variables causales entran directamente como variables explicativas, mientras que, en los segundos, las variables causales que se determinan dentro del sistema estructural han sido sustituidas por las variables que, a su vez, las determinan a ellas. Es decir, la obtención de la forma reducida de un modelo estructural, que normalmente será multiecuacional, requiere resolver éste, obteniendo las variables endógenas —las que se determinan dentro del sistema— en función exclusivamente de las variables exógenas —las que se explican fuera del sistema— y de los retardos de las propias variables endógenas. Por otra parte, si los modelos econométricos multiecuacionales cumplen la hipótesis de recursividad, es aceptable estudiar cada una de las ecuaciones del modelo con independencia de las demás.

Modelos econométricos estructurales de precios son, por ejemplo, los modelos de *mark-up*. En el nivel mensual donde nos hemos situado, los modelos de *mark-up* no se pueden construir para la economía española, pues una parte importante de las variables coste que entran en ellos no se observa mensualmente. Una alternativa pudiera ser la formulación de modelos de *mark-up* condensados (1), en los que los precios al consumo se explican en función de un índice de precios internos al por mayor —en nuestro caso, el índice de precios industriales de bienes de consumo, IPIN— como variable que engloba los costes de producción de los bienes de producción interna, y un índice de precios al por mayor externo— el índice de precios de importación de bienes de consumo expresado en pesetas, IPM—, como variable que engloba los costes de producción en frontera de los bienes de producción externa.

La variable IPIN se observa mensualmente, pero, en cuanto a la variable IPM, sólo se dispone de datos trimestrales; por ello, se ha intentado mensu- alizar esta última variable utilizando la información mensual de la serie de valor efectivo nominal de la peseta frente a países desarrollados. Al introducir esta variable IPM, así mensu- alizada, en un modelo de *mark-up* condensado, no aparece como significativa, por lo que el modelo se reduce a uno en el que el índice de precios industriales actúa como indicador de los precios de consumo.

Los modelos de precios de forma reducida se obtienen a partir de un conjunto de supuestos sobre cuáles son las variables endógenas y exógenas de la economía. Así, se puede pensar en modelos en los que la cantidad de dinero y las variables de tipo fiscal son de carácter exógeno, y la tasa de crecimiento de los precios viene explicada en función de dichas variables y de la inflación exterior. En la actualidad, se dispone de modelos, que denominaremos *monetaristas*, en los que la tasa de inflación viene explicada por la tasa de crecimiento del agregado monetario bajo el control del Banco de España. En estos modelos, no se incluyen variables de política fiscal ni de inflación exterior, por no haber resultado éstas significativas en las especificaciones que se han realizado (2).

(1) Estamos agradecidos a José Luis Malo de Molina por sugerirnos esta alternativa.

(2) La escasa significación de estas variables puede explicarse por la especificación de dinámicas largas para el dinero. Véase Gordon (1982).

Los modelos univariantes —en particular, los modelos Arima— tienen plena justificación económica. En efecto, suponiendo que las variables exógenas que entran en un modelo econométrico vienen determinadas por modelos Arima, se puede demostrar que las variables endógenas del modelo siguen, asimismo, modelos Arima. Así, pues, estos modelos son consistentes para explicar el comportamiento de variables como el IPC. En ellos, el efecto de las variables causales de los precios se tiene en cuenta, aunque con retraso, a través del pasado de la propia serie de precios. No obstante, los modelos Arima son ineficientes, en cuanto que no incorporan el efecto de las innovaciones recientes de las variables explicativas del modelo econométrico, ya que estas innovaciones pueden necesitar un determinado período de tiempo para incorporarse plenamente en la historia pasada de los precios. En contrapartida a la ineficiencia, los modelos Arima son fáciles de construir, con lo que la garantía de que el modelo empleado sea aproximadamente correcto y obtengamos predicciones insesgadas —con errores de predicción con media nula— es grande.

Los modelos con indicador son un poco más complejos que los modelos univariantes, pero su construcción continúa siendo relativamente sencilla. En estos modelos se incorporan con más prontitud —vía los indicadores— los efectos de las variables causales en los precios. Para predecir con estos modelos, es necesario predecir la evolución futura de los indicadores, por ejemplo, por procedimientos univariantes.

Las predicciones realizadas con modelos con indicador son más eficientes que las univariantes, pero menos que las econométricas. En nuestro trabajo se utilizan como indicadores los precios agrícolas y los precios industriales de bienes de consumo. En la actualidad, no se dispone de este tipo de modelos para el componente de servicios del IPC, por carecer de un indicador apropiado para dicho componente.

Para predecir con los modelos econométricos, se requiere predecir antes las variables explicativas. Si éstas se observan con mucho retraso, aunque el modelo econométrico sea correcto, puede dar lugar a predicciones más ineficientes que las univariantes y que las obtenidas con indicador. Si el modelo econométrico es aproximadamente correcto y no hay problemas en predecir las variables explicativas, las predicciones econométricas son las preferibles. En nuestro caso, la predicción de la cantidad de dinero más allá del año en curso es muy incierta, por lo que, en general, recomendamos las predicciones hechas con indicador.

Los modelos econométricos no son importantes solamente para la predicción, sino también para simular, como veremos más adelante.

Es importante disponer de modelos distintos para predecir los precios, ya que las diferencias en las predicciones alternativas pueden ser informativas. En efecto, las predicciones univariantes no incorporan los *últimos acontecimientos* en el sistema, hasta que éstos empiezan a afectar al pasado de la serie en cuestión. Ahora bien: en la medida en que tales acontecimientos hayan afectado ya a los indicadores, su efecto se reflejará en las predicciones con indicador. Por ello, la comparación de ambas predicciones puede servir para evaluar, de forma indirecta, el efecto de dichos *acontecimientos* en los precios, como ocurrió, por ejemplo, desde mediados de 1985 hasta mediados de 1986, cuando el proceso inflacionista estaba desacelerándose.

Con los modelos econométricos monetaristas, se puede simular si la política monetaria en curso es compatible con el objetivo de inflación. Además, la comparación de las predicciones (o simulaciones) monetaristas con las predicciones con indicador sirve para evaluar si la política monetaria es acomodaticia o tiende a favorecer o frenar la inflación.

Los modelos univariantes utilizados en el presente son los propuestos por Espasa *et al.* (1984), pero actualizados en cuanto a su estimación.

Los modelos con indicador han sido elaborados en Matea y Espasa (1986) y serán publicados próximamente. En cuanto a los modelos monetaristas, los comentamos en la sección siguiente.

Con la información publicada hasta enero de 1987, en la sección IX se dan las predicciones del IPC y del IPSEBENE para 1987, y se analizan brevemente sus diferencias. Como hemos dicho, las predicciones recomendadas son las realizadas utilizando modelos con indicador, y con ellas se extrapolan las series de precios para estimar y evaluar la inflación subyacente en los distintos índices de precios señalados en el cuadro 1. Las conclusiones sobre la inflación subyacente también se recogen en la sección IX.

IV. Modelos monetaristas para explicar la inflación

Desde finales de la década de los sesenta, la política monetaria ha venido ocupando un lugar clave en los

programas económicos de los gobiernos occidentales, dado que los procesos inflacionistas sólo persisten si son financiados por el crecimiento de los agregados monetarios, sean cuales fueren las causas primeras de aquellos (1). Por ello es importante estimar la relación dinámica existente entre tasa de inflación y tasa de crecimiento de los agregados monetarios.

A largo plazo, y suponiendo que la economía está en una situación de crecimiento equilibrado, con un tipo de interés de equilibrio determinado por factores reales, la relación entre tasa de inflación y tasa de crecimiento de la cantidad de dinero es la siguiente:

$$\pi = \frac{1}{E_{L,p}} (m - E_{L,y} \gamma^*), \quad [1]$$

donde π es la tasa de inflación, m la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero; $E_{L,p}$ la elasticidad de la demanda de dinero respecto de los precios (2), γ^* la tasa de crecimiento de la renta real de pleno empleo y $E_{L,y}$ la elasticidad de la demanda de dinero a la renta.

Como se puede comprobar a través de [1], la relación entre inflación y tasa de crecimiento del dinero sólo será unitaria si la elasticidad de la demanda de dinero a los precios es la unidad y si la tasa de crecimiento de la renta de pleno empleo no se ve afectada por la tasa de crecimiento del dinero. Puesto que la ecuación [1] sólo se cumple en una situación de crecimiento equilibrado, es de esperar que tenga lugar un proceso de ajuste dinámico entre la tasa de inflación y la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero; dicho proceso de ajuste se puede aproximar de forma empírica a través del siguiente modelo:

$$\pi_t = \gamma(L) m_t + u_t, \quad [2]$$

siendo $\gamma(L) = \gamma_1 L + \gamma_2 L^2 + \dots + \gamma_n L^n$, donde L es el operador de retardos y γ_i es el multiplicador de impacto de una variación en la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero en el momento $t-i$ sobre la tasa de inflación en el momento t . El término u_t es el residuo aleatorio que recoge perturbaciones de distinta procedencia, que afectan a la tasa de inflación, pero que se suponen independientes de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero.

La ecuación [2] permite estimar las relaciones a corto y largo plazo entre tasa de inflación y tasa de creci-

(1) Para una discusión sencilla sobre el tema, véase Mishkin, F. (1984): «The Causes of Inflation», National Bureau of Economic Research Working Paper n.º 1453.

(2) No se impone a priori que dicha elasticidad sea unitaria.

miento del dinero. La relación a largo plazo viene dada por $\gamma(1) = \gamma_1 + \gamma_2 + \dots + \gamma_n$, mientras que cada coeficiente γ_i nos indica cuál es el correspondiente multiplicador de impacto.

Teniendo en cuenta que la ecuación [2] intenta ser una aproximación a la relación dinámica de ajuste existente entre tasa de inflación y tasa de crecimiento del dinero, será válida siempre que los *otros factores* que inciden sobre la tasa de inflación sean independientes de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero. De lo contrario, la ecuación [2] sería una aproximación inconsistente a tal relación.

Supuesto que [2] constituye una aproximación válida, la cuestión es si $\gamma(1)$ —la elasticidad precios-dinero— va a ser igual a la inversa de la elasticidad de la demanda de dinero respecto de los precios, como se deduciría de la expresión [1]. Esta igualdad supondría la consideración de un período suficientemente largo de ajuste, de modo que la renta de la economía y el tipo de interés tendieran a sus sendas de crecimiento equilibrado. Dicha dinámica es muy compleja, y seguramente imposible de recoger a través del análisis de los datos, puesto que los sistemas económicos están sometidos a perturbaciones continuas que originan tales procesos de ajuste, que, con los períodos muestrales que se suelen utilizar, no es posible especificar la dinámica que lleva a la economía hasta la senda de crecimiento equilibrado.

La ecuación [2] se puede contemplar como la forma reducida de un modelo en el que:

1. La cantidad de dinero es una variable exógena.
2. Las variables, distintas de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, que intervienen en la determinación de la tasa de inflación han sido sustituidas por las variables exógenas de las cuales dependen.

En cuanto al punto 2, es de señalar que, dado que la ecuación sobre la cual realizamos nuestro estudio se considera en forma reducida, las *otras variables* que influyen sobre la tasa de inflación, que suponemos son independientes de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, se recogen a través del residuo aleatorio. Se intentaron especificaciones de esta forma reducida en las que apareciesen explícitamente variables fiscales y variables representativas de la inflación externa, sin resultados satisfactorios.

Los supuestos anteriores constituyen simplificaciones de la realidad, que son más o menos convenientes,

según el campo de análisis en el que estemos interesados (en este caso, la relación dinámica existente entre la tasa de crecimiento del agregado monetario bajo el control del Banco de España y la evolución de la tasa de inflación).

La aproximación empírica a la relación expuesta en la ecuación [2] está sujeta a importantes limitaciones, además de las ya mencionadas. Hay que elegir *un nivel de precios y una cantidad de dinero*.

En efecto, se requiere una aproximación al *bien económico dinero* que aparece en las relaciones estructurales de la economía y que como tal ha de ser un bien compuesto homogéneo, separable de la estructura del sistema. La definición de dicho *bien dinero* está sujeta a numerosos problemas en el contexto de sistemas financieros desarrollados como los actuales, y en la práctica se suelen utilizar como aproximaciones los agregados monetarios controlados por la autoridad monetaria. En esta nota, no entramos en la cuestión de si dichos agregados —en su mayoría, contruidos como suma simple de una gama de activos que suele comprender desde el efectivo hasta la deuda pública— aproximan de forma adecuada lo que se entiende por *bien compuesto* en sentido económico (1).

La elección del nivel de precios suele venir limitada por las disponibilidades estadísticas existentes en función de la periodicidad temporal en la que estemos interesados. Normalmente, se suele utilizar un Índice de Precios al Consumo (índice de Laspeyres), cuya construcción implica ignorar los efectos de cambios en los precios relativos de los bienes sobre las cantidades demandadas de los mismos.

Para el caso español, en Manzano y Espasa (1986) se estima la relación entre tasa de inflación y tasa de crecimiento de la cantidad de dinero para el período enero 1978-octubre 1985 (2) aproximada a través de la ecuación [2]. Se utiliza el Índice de Precios al Consumo (IPC), y, como agregado monetario, el que en la actualidad controla la autoridad monetaria, los «Activos Líquidos en manos del Público» (ALP), empleando la periodicidad mensual.

Dado el distinto comportamiento —como ya se ha señalado— de los diversos componentes del IPC, en el trabajo citado se estiman modelos para el IPC por componentes (3), detectándose respuestas dinámicas al di-

(1) Para una discusión sobre este tema, véase Manzano (1987).

(2) En estos momentos, se dispone de una actualización de dichos modelos hasta enero de 1987, no produciéndose variaciones apreciables en los resultados.

(3) Para el componente energético del IPC, por estar constituido por precios administrados, no se especifica ningún modelo.

nero, específicas en cada componente. Así, en el componente alimenticio, se observa una respuesta al dinero, mayor y más rápida que en el no alimenticio. Para todos los componentes, se estima que el 90 % del efecto total de una variación en la tasa de crecimiento de ALP sobre los precios se consigue en doce meses, aproximadamente, no encontrándose efectos contemporáneos. Asimismo, la elasticidad precios-dinero a largo plazo es muy similar, no significativamente distinta, para todos los componentes, situándose ésta en torno a 0,7.

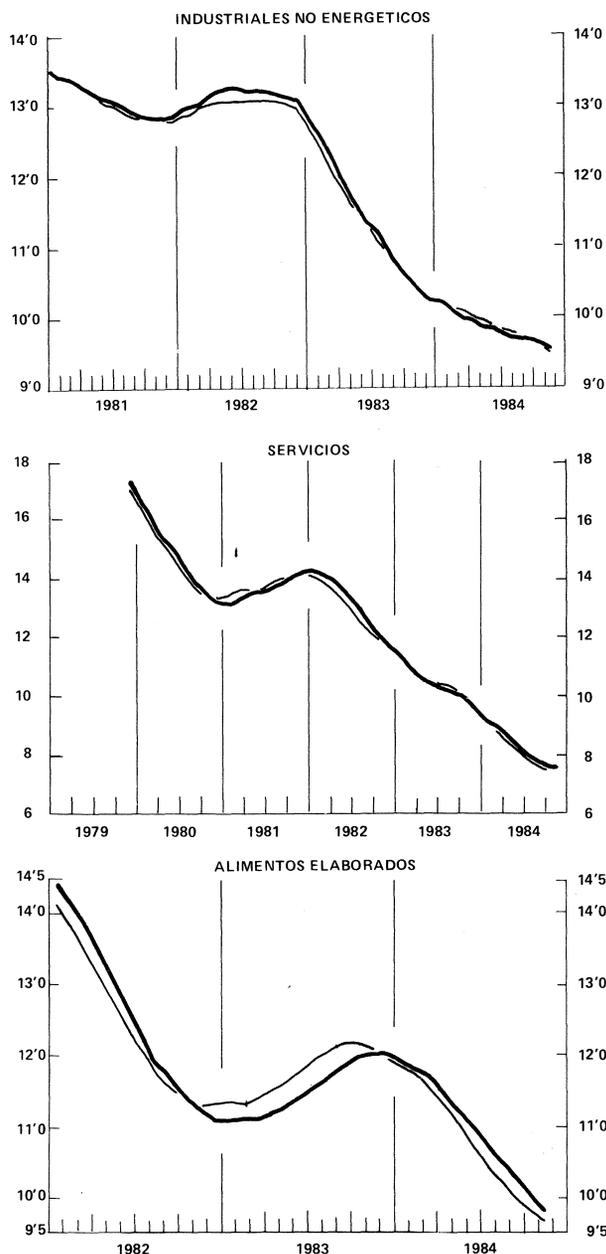
Los resultados que se infieren de los modelos estimados ponen de manifiesto, como cabía esperar, que la relación entre tasa de crecimiento del dinero y tasa de inflación es de tipo tendencial. No es la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, observada en cada momento del tiempo, la que influye sobre la tasa de inflación, sino una cierta tendencia de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero. En el gráfico 4 se muestra para tres de los componentes del IPC —industriales no energéticos, alimentos elaborados y servicios (1)— la relación entre la inflación subyacente (aproximada a través de la $T_{12}^{1/2}$ centrada del nivel de precios) y la contribución de la tasa de crecimiento del agregado monetario ALP a dicha inflación subyacente.

Los modelos comentados permiten realizar simulaciones sobre los efectos de sendas alternativas en la evolución de la tasa de crecimiento de ALP, y compararlas en función de su influencia sobre la tasa de inflación a lo largo de un año. Dicha comparación permite el diseño de sendas de evolución del agregado monetario compatibles con el objetivo de inflación trazado por las autoridades económicas. Se puede elegir entre las posibles sendas compatibles con el objetivo de inflación atendiendo a otras consideraciones tales como repercusiones a corto plazo sobre los tipos de interés, objetivos de tipo de cambio, etc. —véase, como ejemplo, Manzano (1987)—.

En efecto, como se puede desprender de lo dicho anteriormente, los modelos econométricos sobre precios de los que se dispone forman parte de un modelo más amplio de Control Monetario, véase Escrivá *et al.* (1986), en el que la política monetaria se puede evaluar en función de sus efectos sobre la inflación y sobre los tipos de interés.

Los ejercicios de simulación anteriores permiten hacer inferencias sobre el carácter más o menos acomodaticio de la evolución monetaria en relación a las iner-

4. Inflación subyacente y contribución tendencial del dinero



(*) En todos los casos, la línea gruesa es la tendencia de la contribución del dinero.

cias existentes en los precios. Dados los modelos alternativos disponibles sobre precios, es posible realizar tal tipo de inferencias comparando las previsiones derivadas de los modelos con indicador y las derivadas de los anteriores modelos.

(1) No se dispone de un modelo de este tipo para el componente de alimentos no elaborados.

V. Estimación de la inflación subyacente

La evolución subyacente en una serie temporal es una señal, o componente no observable, que representa un movimiento robusto alrededor del cual gira la serie original. En principio, esta señal podría ser la serie ajustada de estacionalidad. Esta última contiene oscilaciones de corto plazo que tienen media cero. Por tanto, a largo plazo, la serie ajustada de estacionalidad converge hacia una señal más robusta que, en la literatura estadística, se denomina tendencia. Por tal motivo, nosotros identificamos la evolución subyacente de una serie con su tendencia.

Sin embargo, en muchas aplicaciones prácticas se utiliza la serie ajustada de estacionalidad como señal de la evolución subyacente de la serie original. Dos razones básicas pueden justificar dicha práctica. La primera se refiere al hecho de que estamos considerando una serie temporal cuyo elemento irregular (oscilaciones a corto), que se incluye en la serie ajustada de estacionalidad, tenga influencia en la determinación de otras series económicas, y, por tanto, deseemos incluirlo dentro de la señal de la serie que estamos estudiando. No parece que este sea nuestro caso al analizar el índice de precios al consumo. Una segunda razón haría referencia al hecho de que la serie ajustada se estima mejor que la tendencia. En Maravall (1987), se aborda este problema y se aplica a la serie de activos líquidos en manos del público. Los resultados que se obtienen para dicha serie indican que la estimación de la tendencia es sólo ligeramente peor que la correspondiente estimación de la serie ajustada de estacionalidad.

Los resultados anteriores no son extrapolables a series con características distintas como los precios, pero sí que parecen apoyar la idea de que las ventajas de estimar la serie ajustada de estacionalidad en vez de la tendencia son mínimas, y, por tanto, no compensa trabajar con una señal que es mucho más oscilante.

En el tratamiento de un índice de precios conviene distinguir entre la serie original, que representa un nivel de precios, y la serie de inflación, que nosotros definimos como la serie que se obtiene al aplicar tasas anuales (T_{12}^1) a la serie original. En consecuencia, la evolución subyacente de un índice de precios será la tendencia de su correspondiente serie temporal, y la inflación subyacente vendrá dada por la tasa anual (T_{12}^1) de la evolución subyacente o tendencia de dicho índice.

Para los índices de precios al consumo, se puede comprobar que las tasas de crecimiento anual T_{12}^1 de sus tendencias siguen una evolución similar a la de la tasa T_{12}^1 de sus correspondientes series originales, ambas debidamente centradas (véase Espasa 1985 a y b). En consecuencia, la tasa T_{12}^1 de un índice de precios es una estimación aceptable de la tasa anual de su correspondiente inflación subyacente.

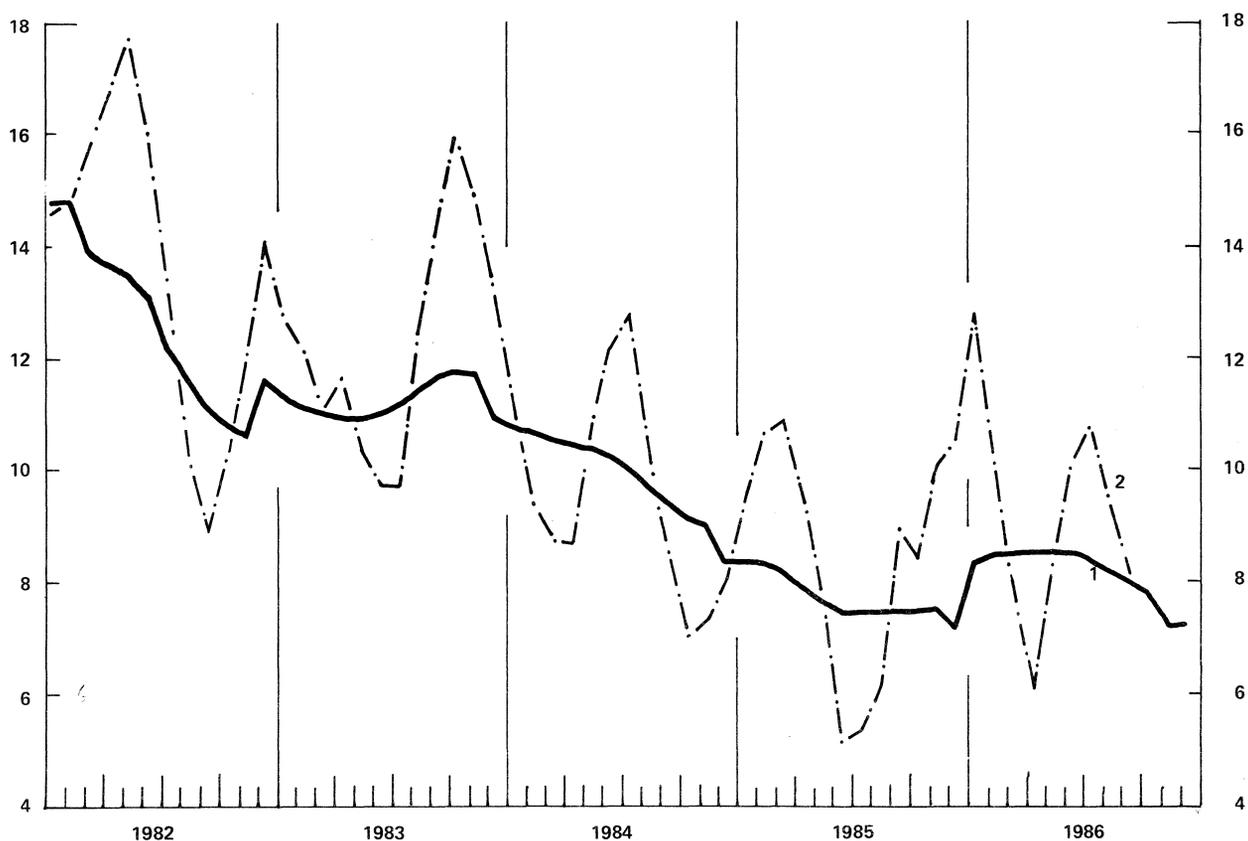
Para calcular el valor, debidamente centrado, de la tasa T_{12}^1 en el momento t , se requiere conocer los valores de la serie en $t + 1$, $t + 2$, ..., $t + 11$, que son desconocidos en el momento t . Nosotros proponemos calcular dicha tasa T_{12}^1 utilizando predicciones para los valores no observados.

Este procedimiento de cálculo de la inflación subyacente es válido para los componentes no energéticos del IPC. Los precios energéticos se mueven de forma escalonada, por lo que su tendencia es de carácter determinístico. En consecuencia, para el índice de precios de bienes energéticos, la inflación subyacente se estima como la tasa T_{12}^1 , asignada a la última observación que entra en el cálculo de la misma, de la serie original. Con ello, los cambios bruscos de los precios energéticos no se promedian en el tiempo, sino que se asignan a su inflación subyacente en el momento en que ocurren.

Es importante señalar que las tasas intra-anales, elevadas a tasa anual —por ejemplo, la tasa T_3^3 —, no sirven para aproximar la inflación subyacente (véase Espasa 1985b), pues contienen oscilaciones equívocas, como puede verse en el gráfico 5. Las tasas de crecimientos acumulados en los últimos doce meses, T_{12}^1 , tasas muy difundidas por los medios de comunicación, tampoco sirven para reflejar la inflación subyacente de los distintos índices (véase Espasa 1985b), pues tienen excesivas oscilaciones, que las distancian de las tasas anuales de sus respectivas tendencias (véase gráfico 6).

Respecto al seguimiento de la inflación subyacente a través de la tasa T_{12}^1 del IPC, hay que advertir que ha conducido a equívocos importantes en 1986, sobre todo en los meses de marzo y septiembre. Estos equívocos podrían paliarse utilizando predicciones de los índices de precios, con lo que se vería claramente que caídas o subidas que se interpretan como estables se van a interrumpir en los meses inmediatos. En estos momentos —enero de 1987—, el mensaje de la tasa T_{12}^1 puede ser también equívoco, tal como se explica en el epígrafe IX de este trabajo.

5. T_3^3 y T_{12}^{12} del índice de precios al consumo



(1). T_3^3 del IPC serie desestacionalizada.

(2). T_{12}^{12} del IPC con predicciones base noviembre 1986.

Como acabamos de señalar, la tasa T_{12}^{12} no es una buena medida de la inflación subyacente en España, pero es menos mala, en general, que las medidas alternativas construidas sobre tasas intra- anuales (T_3^3 , por ejemplo). En cualquier caso, la T_{12}^{12} como estimador imperfecto de la inflación subyacente debería utilizarse debidamente centrada y no asignada a la última observación.

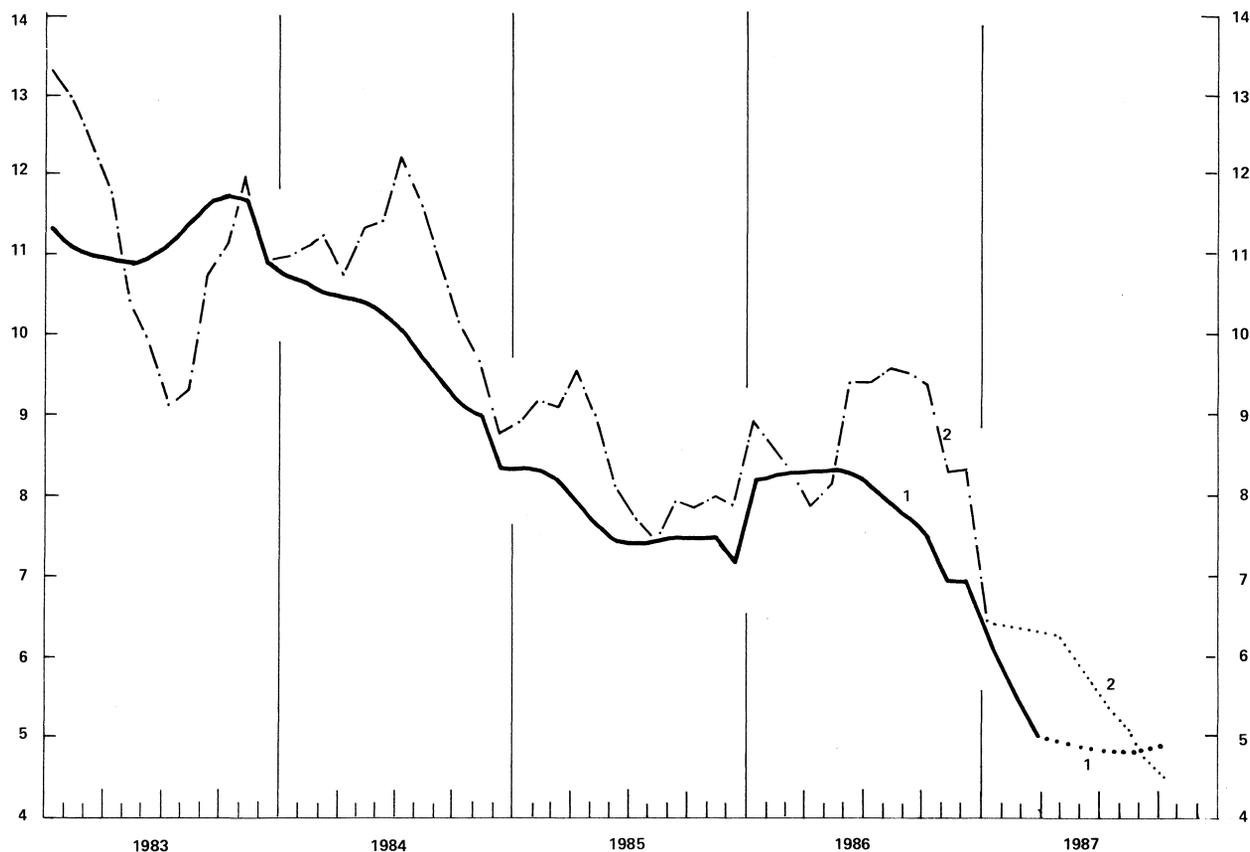
Para analizar la inflación en países en los que el índice de precios oscila mucho menos que en España, o en un conjunto de países, como la Comunidad Económica Europea, en el que, por el hecho de incluir varias economías nacionales, las oscilaciones de precios quedan amortiguadas, la T_{12}^{12} está más próxima a la tasa anual de la tendencia de los precios y es un estimador de la inflación subyacente más fiable que en el caso español.

VI. Estimación de los efectos del impuesto sobre el valor añadido en los componentes básicos del IPC

La cuantificación de los efectos de la introducción del impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) sobre los precios requiere disponer de modelos que permitan estimar dichos efectos.

Lo óptimo es disponer de modelos econométricos de *mark-up* que permitan tener en cuenta el efecto sobre los precios de los impuestos sobre el gasto, y a través de los cuales se pueda, por tanto, evaluar, bajo dos regímenes de impuestos diferentes, los efectos sobre los precios. Tal ejercicio no es posible, dadas las disponibilidades estadísticas existentes.

6. T_{12}^{12} y T_{12}^1 del índice de precios al consumo



(1). T_{12}^{12} del IPC (con IVA) con información hasta Noviembre de 1986.

(2). T_{12}^1 del IPC (con IVA) con información hasta Noviembre de 1986.

Nota: La T_{12}^{12} está debidamente centrada, pero la T_{12}^1 está asignada a la última observación, como es usual en quienes siguen dicha tasa.

Por ello se ha optado por evaluar los efectos inflacionistas del IVA a través de los modelos de precios expuestos en las secciones III y IV, de acuerdo con la siguiente metodología.

Dado que la implantación del IVA supone un cambio estructural que puede afectar al nivel de precios a partir del mismo momento de su introducción, y que no es posible, dadas las disponibilidades estadísticas, recoger dichos efectos de un modo explícito a través de variables económicas, se ha considerado adecuado enfocar la introducción del IVA como una «anomalía» en la evolución de los precios. Esta anomalía no puede ser explicada en función del pasado de la serie (de modo univariante), ni por la evolución de los indicadores de precios al por mayor (modelos con indicador), ni a través de la evolución de los agregados monetarios. Debido a lo anterior, se han recogido los efectos de la

implantación del IVA a través de variables artificiales binarias –tipo escalón– introducidas en cada uno de los modelos de los que se dispone. Los efectos así recogidos se muestran en el cuadro 2.

Como se puede observar en dicho cuadro, el efecto estimado del IVA en el componente alimenticio del IPC es mayor que en el componente no alimenticio. El efecto IVA ha sido asimilado, por los precios en su totalidad, en el primer trimestre de 1986. El período de ajuste de tres meses tiene su explicación en la existencia de *stocks* y en la inercia existente en los precios.

La estimación del efecto IVA difiere según los modelos, estando, en cualquier caso, en torno a dos puntos porcentuales. La estimación recomendable es la que se obtiene con los modelos con indicador, que supone 2,41 puntos en el IPC.

2. Efectos IVA

	ENE	FEB	MAR	TOTAL
Modelos univariantes				
1 Índice de precios al consumo total (100,00 %)	1,18	0,16	0,29	1,64
2 IPC no energético (93,0 %)	1,27	0,18	0,31	1,76
3 IPC servicios y bienes elaborados (84,54 %)	1,19	0,19	0,35	1,73
4 IPC servicios y bienes elaborados no energéticos (77,54%)	1,29	0,21	0,38	1,88
5 IPC bienes elaborados no energéticos (43,30 %)	1,50	0,38	0,68	2,56
6 IPC productos alimenticios (33,02 %)	1,58	0,49	0,47	2,55
7 IPC alimentos elaborados (17,56 %)	1,95	0,93	0,89	3,77
8 IPC alimentos no elaborados (15,46 %)	1,16	—	—	1,16
9 IPC no alimenticio (66,98 %)	0,99	—	0,20	1,19
10 IPC energía (7,00 %)	—	—	—	—
11 IPC no alimenticio no energético (59,98 %)	1,10	—	0,23	1,33
12 IPC industriales no energéticos (25,74 %)	1,20	—	0,53	1,73
13 IPC servicios (34,24 %)	1,03	—	—	1,03
Modelos con indicador				
1 Índice de precios al consumo total (100,00 %)	1,65	0,37	0,39	2,41
2 IPC no energético (93,0 %)	1,77	0,40	0,42	2,59
3 IPC servicios y bienes elaborados (84,54 %)	1,66	0,44	0,47	2,56
4 IPC servicios y bienes elaborados no energéticos (77,54%)	1,81	0,47	0,51	2,79
5 IPC bienes elaborados no energéticos (43,30 %)	1,63	0,85	0,91	3,39
6 IPC productos alimenticios (33,02 %)	1,87	1,11	0,64	3,62
7 IPC alimentos elaborados (17,56 %)	2,11	2,10	1,20	5,41
8 IPC alimentos no elaborados (15,46 %)	1,59	—	—	1,59
9 IPC no alimenticio (66,98 %)	1,54	—	0,27	1,82
10 IPC energía (7,00 %)	—	—	—	—
11 IPC no alimenticio no energético (59,98 %)	1,72	—	0,31	2,03
12 IPC industriales no energéticos (25,74 %)	1,30	—	0,71	2,01
13 IPC servicios (34,24 %)	2,04	—	—	2,04
Modelos monetaristas				
1 Índice de precios al consumo total (100,00 %)	1,56	0,12	0,27	1,96
2 IPC no energético (93,0 %)	1,68	0,13	0,29	2,10
3 IPC servicios y bienes elaborados (84,54 %)	1,56	0,15	0,32	2,02
4 IPC servicios y bienes elaborados no energéticos (77,54%)	1,70	0,16	0,35	2,21
5 IPC bienes elaborados no energéticos (43,30 %)	1,43	0,28	0,63	2,34
6 IPC productos alimenticios (33,02 %)	1,70	0,37	0,41	2,48
7 IPC alimentos elaborados (17,56 %)	1,79	0,70	0,77	3,26
8 IPC alimentos no elaborados (15,46 %)	1,59	—	—	1,59
9 IPC no alimenticio (66,98 %)	1,50	—	0,20	1,70
10 IPC energía (7,00 %)	—	—	—	—
11 IPC no alimenticio no energético (59,98 %)	1,67	—	0,23	1,90
12 IPC industriales no energéticos (25,74 %)	1,18	—	0,53	1,71
13 IPC servicios (34,24 %)	2,04	—	—	2,04

VII. Metodología para el análisis de la inflación subyacente

El gráfico de la inflación subyacente —véase gráfico 7— proporciona un importante instrumento de análisis sobre la situación inflacionista en la que se encuentra la economía.

La inspección de dicho gráfico informa sobre si la evolución de los precios se está:

1. Acelerando (en tal caso, los últimos valores de la inflación subyacente son crecientes).
2. Desacelerando (en tal caso, los últimos valores de la inflación subyacente son decrecientes).
3. Estancando (en tal caso, los últimos valores de la inflación son prácticamente constantes).

Hay que tener en cuenta que, como la inflación sub-

3. Inflación subyacente e inercia

	Inercia menor que la inflación subyacente actual	Inercia igual a la inflación subyacente actual	Inercia mayor que la inflación subyacente actual
Precios desacelerándose	Margen para que continúe la desaceleración	La desaceleración tiende a estancarse	Posibilidad de que la evolución desacelerada de los precios se convierta en acelerada
Precios constantes	Posibilidad de que el crecimiento constante se convierta en desacelerado	Se espera que continúe el crecimiento constante	Posibilidad de que el crecimiento constante se convierta en acelerado
Precios acelerándose	Posibilidad de que la evolución acelerada se convierta en desaceleración	Posibilidad de que la evolución desacelerada se convierta en crecimiento constante	Margen para que continúe la aceleración

yacente se estima a través de la T_{12}^{12} centrada, los últimos valores —si estamos en el momento t , los valores de la T_{12}^{12} correspondientes al momento $t-i$ para i menor que once— están calculados con predicciones, por lo que dichos valores se van revisando según se va disponiendo de nueva información. Así, la comparación de los valores de la inflación subyacente, según se van realizando las revisiones, nos permite inferir si las perspectivas de inflación están mejorando o no.

Por tanto, a través de la inflación subyacente podemos analizar si los precios están acelerándose, desacelerándose o estancándose; y, a través de las revisiones, según se va disponiendo de más información de los valores de dicha inflación subyacente, podemos señalar si las perspectivas sobre el proceso inflacionista son mejores o peores. Pero, sin duda, interesa analizar si la situación actual de los movimientos en los precios se va a mantener en el futuro o si va a cambiar de signo. Este análisis puede llevarse a cabo a través de la comparación entre la inflación subyacente en el momento t y el valor a medio plazo que se prevé para la tasa de crecimiento anual de los precios, tasa que denominamos *inercia*.

Las funciones de predicción que se derivan de los distintos modelos de precios tienen una estructura que, a partir de un determinado horizonte (de dos a cinco años según las series), predicen una tasa de crecimiento anual que se mantiene prácticamente constante a partir de dicho punto. Esta tasa cambia con el origen de la predicción, es decir, cambia cada vez que tenemos una nueva observación y se actualizan las predicciones para el futuro.

Esta tasa prevista de crecimiento anual de los precios a medio plazo, o inercia, cuando se calcula con mode-

los econométricos estructurales completos, constituye una estimación adecuada de las expectativas de inflación a medio plazo. Cuando la inercia se calcula con otro tipo de modelos, econométricos o no, constituirá una aproximación aceptable de las expectativas a medio plazo sobre precios, si sobre las variables causales no se tienen expectativas de cambios sustanciales.

La inercia se actualiza cada vez que llega una nueva observación, y, comparando el último valor de la inercia con los anteriores, podemos deducir si las expectativas de inflación están mejorando o no.

En el cuadro 3, se señalan los distintos casos que se pueden derivar de la comparación entre la inflación subyacente y la inercia, al intentar enjuiciar la situación inflacionista y la permanencia o no en el tiempo de los movimientos actuales en los precios. En el cuadro 4 de la sección IX, se resumen las conclusiones sobre la inflación subyacente, según la información disponible hasta enero de 1987.

VIII. La situación inflacionista y el diferencial respecto a otros países

El análisis de la coyuntura inflacionista es importante, no ya desde el punto de vista del equilibrio interno de una economía, sino también del equilibrio externo, dado que, como es bien sabido, ambos equilibrios están interrelacionados.

En efecto, el diferencial de inflación es de importancia tanto para las corrientes de comercio como para la instrumentación de la política económica; en especial, de la política monetaria.

Como se señala en Espasa *et al.* (1987), el diferencial de inflación entre un país y el exterior debería calcularse sobre las correspondientes inflaciones subyacentes, ya que las oscilaciones erráticas de la tasa de crecimiento de los precios no aportan información sobre los desequilibrios existentes en la economía. Ya se ha comentado anteriormente cuál es una medida adecuada de la inflación subyacente para el caso español. El problema se plantea al intentar construir dicha medida para el grupo de países respecto al cual se desea medir el diferencial, por lo que hay que pensar en otra aproximación para la *inflación exterior*. La tasa T_{12}^1 constituye un candidato aceptable para aproximar esta última, dado que, al calcularse sobre un grupo de países, se elimina, en gran medida, la mayor erraticidad de esta tasa respecto a la T_{12}^1 .

De igual manera, es importante señalar que, para calcular el diferencial, las inflaciones subyacentes consideradas han de calcularse netas de impuestos indirectos, pues éstos afectan tanto a los bienes de producción interior como a los importados.

Por lo anterior, es erróneo analizar la evolución del diferencial de inflación, en los primeros meses de 1987, entre España y el Mercado Común utilizando las tasas T_{12}^1 sin descontar el efecto IVA (práctica bastante generalizada en algunos medios). Si para el caso español se emplea la T_{12}^1 sin descontar el IVA, dicha tasa registra una caída fuerte en enero de 1987, como consecuencia de no haberse registrado en este año los efectos de la implantación del IVA que tuvieron lugar en enero de 1986 —véase gráfico 6—. Si los cálculos se realizan de la forma errónea descrita, tiene lugar una reducción artificial del diferencial respecto a la CEE desde el 5,5 %, aproximadamente, en diciembre de 1986, hasta un 3,3 en enero de 1987. Por el contrario, si se calcula el diferencial según las recomendaciones anteriores, éste pasa de ser un 2,2 % en diciembre de 1986 a un 2,1 % en enero de 1987. Este valor es menor que el anterior. En cambio, todo parece indicar —véase sección IX— que el diferencial se va a estancar en torno a ese valor, sin que se aprecien indicios que permitan esperar ulteriores reducciones. Es decir, nuestra forma de medir el diferencial sitúa a finales de 1986 el valor de 2,2, que es el que se dará, midiendo el diferencial a través de las tasas T_{12}^1 , en la segunda mitad de 1987. La consecuencia de esto es que la ganancia en el diferencial se produjo, realmente, en 1986, y no en 1987, como aparentemente reflejarán las T_{12}^1 .

En el cálculo del diferencial, hay que señalar que no sólo habría que eliminar del IPC la imposición indirecta, sino también los precios de bienes finales importados y

los de bienes no comerciables (1). Esto sugiere que sería preferible calcular el diferencial sobre el índice de precios industriales. No obstante, esta sugerencia plantea el problema de que dicho índice no incluye los precios de los servicios —por ejemplo, turismo—, que ciertamente son relevantes en el diferencial. Por todo ello, continuamos proponiendo calcular el diferencial según hemos indicado en el párrafo anterior, pero advirtiendo que es también conveniente completar el estudio de nuestra competitividad con el exterior calculando el diferencial sobre los precios industriales, y analizando si las posibles diferencias entre ambos diferenciales se explican por la evolución de los precios de los servicios, o si son debidas a los precios de los bienes finales importados o de los bienes no comerciables. En este último caso, habrá que corregir, aunque sea subjetivamente, el diferencial que se obtiene a través del IPC.

IX. Resumen de la situación inflacionista, según información hasta enero de 1987

Existen indicios de que el crecimiento del IPC en enero de 1987 anunciado por el INE (0,7 %) es incorrecto, debido a un error en el cómputo del componente de servicios del IPC —por no haberse tenido en cuenta la subida del precio de la vivienda en propiedad, de protección oficial, que se registró en enero—. A partir de la información disponible, estimamos que el crecimiento en enero ha sido del 0,9 % y no del 0,7 %, como se hizo público (2).

Independientemente del error mencionado, la incidencia de los precios de la vivienda en el IPC parece que está sesgada a la baja. Por ejemplo, de enero de 1986 a enero de 1987, el índice de *viviendas en propiedad* del IPC ha subido un 3,9 % frente al 21,9 % que ha subido el precio de la vivienda para el comprador (3). Aunque, por supuesto, lo que el IPC recoge no tiene por qué coincidir con este otro indicador, la disparidad es difícil de justificar.

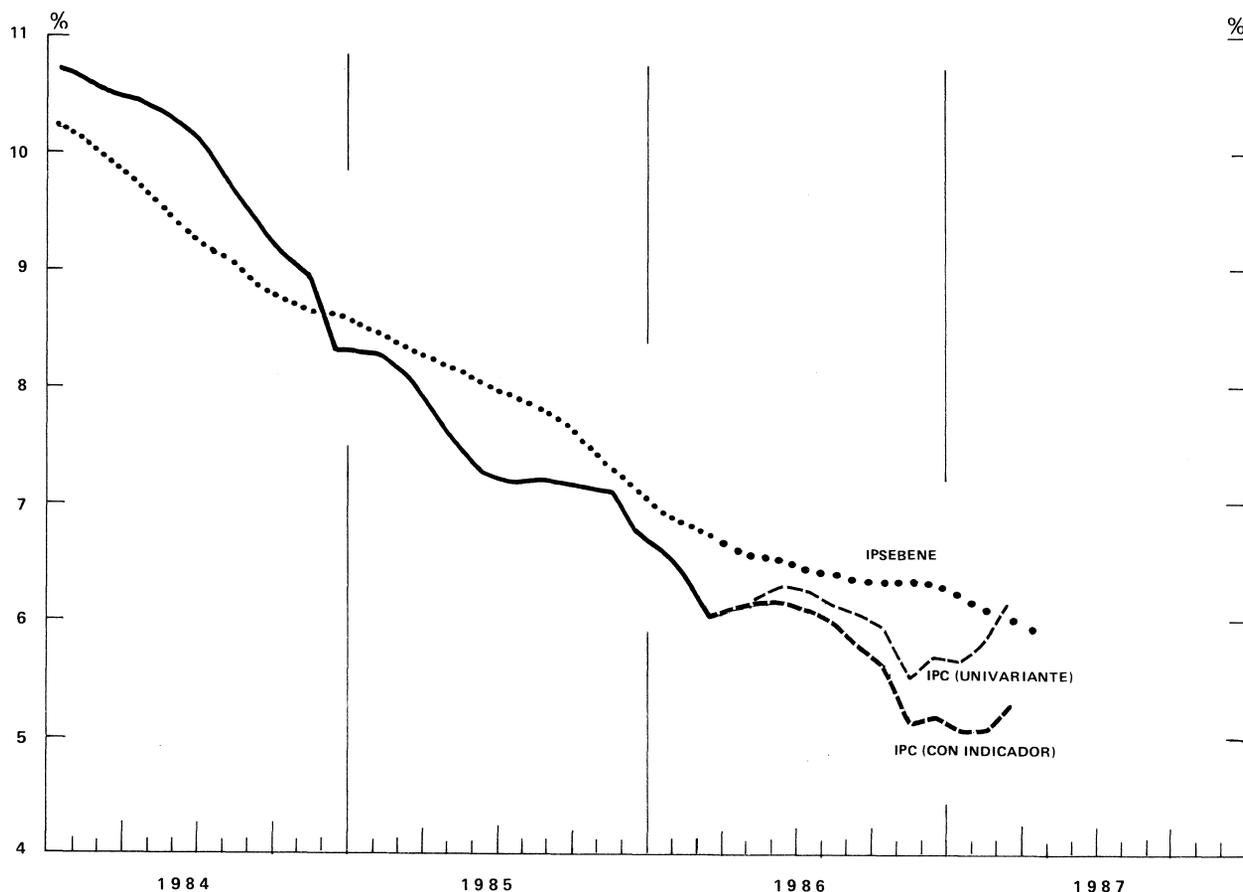
La situación subyacente del IPC total es de crecimiento desacelerado, si bien no parece existir margen para que la desaceleración continúe —cuadro 4—. El componente no energético del IPC muestra cierto mar-

(1) Estamos agradecidos a José Viñals por señalarlo este punto.

(2) El INE no hará pública la cifra revisada de enero hasta dentro de unos meses.

(3) Véase «Directivas Construcción», n.º 380, 18 de febrero de 1987.

7. Inflación subyacente del IPC



gen para la desaceleración del proceso inflacionista, pero no suficiente para compensar la aceleración — respecto al pasado inmediato— del componente energético. El cuadro 4 presenta una aplicación de la metodología descrita en el apartado VII.

Las previsiones con indicador para la tasa acumulada del índice general y del IPSEBENE en diciembre de 1987 se sitúan en torno al 5 %, si bien la predicción univariante para el IPC total se cifra en un punto por encima de las primeras. Los modelos monetaristas dan una predicción entre el 5,1 y el 5,9 %, dependiendo del ritmo con el que las magnitudes monetarias se ajusten a sus objetivos.

La comparación entre las previsiones con indicador y monetaristas debe realizarse a partir del componente de bienes elaborados no energéticos, debido a que, para alimentos no elaborados, no existe modelo monetarista, y a que las predicciones monetaristas del IPC se construyen tomando las predicciones con indicador del índice de alimentos no elaborados. Asimismo, para los

precios de los servicios no existe modelo con indicador, y las predicciones con indicador del IPC se construyen tomando las predicciones monetaristas correspondientes a servicios.

En el componente de bienes elaborados no energéticos (43,30 %), las expectativas de inflación monetaristas para 1987 se sitúan seis décimas por encima de las previsiones con indicador.

Los resultados monetaristas y con indicador, muestran que el objetivo de inflación del 5 % para 1987 es alcanzable, si no se producen nuevas perturbaciones en la economía que afecten al nivel de precios.

En el cuadro 5, se muestran las predicciones con indicador, para el mes de febrero, para los distintos componentes del IPC, y, en el cuadro 6, las previsiones para la tasa de inflación acumulada para 1987 según los modelos univariantes y con indicador. No se recogen las predicciones monetaristas porque, como se señaló

4. Análisis de la situación de los índices de precios al consumo

(Utilizando modelos con indicador)

COMPONENTE Naturaleza	SITUACION SUBYACENTE SIN IVA DE LOS INDICES DE PRECIOS		EXPECTATIVAS (INERCIA) DE INFLACION
	Nivel de precios	Inflación	
ALIMENTOS ELABORADOS (17,56 %)	CRECIMIENTO LIGERAMENTE DESACELE- RADO (situación mejor que la que se preveía en oc- tubre)	4,6 %	3,3 %. Margen para que la desacelera- ción continúe
ALIMENTOS SIN ELABORAR (15,46 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (situación mejor que la que se predecía en oc- tubre)	7,1 %	6,5 %. Margen para que la desacelera- ción continúe
ALIMENTICIO (33,02 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (mejora con respecto a la previsión de octubre)	5,8 %	4,8 %. Margen para que la desacelera- ción continúe
SERVICIOS (34,24 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (situación peor que la que se preveía en oc- tubre)	6,1 %	4,9 %. Existe margen para que la des- aceleración continúe
INDUSTRIALES NO ENERGETICOS (24,74 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (peor que lo que se preveía en octubre)	5,9 %	5,4 %. Prácticamente, no existe margen para que la desaceleración continúe
NO ALIMENTICIO NO ENERGETICO (59,98 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (empeora respecto a octubre)	6,0 %	5,1 %. Margen para que la desacelera- ción continúe
NO ALIMENTICIO (66,98 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (empeorando con respecto a la previsión de oc- tubre)	4,3 %	4,7 %. No existe margen para que la desaceleración continúe
ELABORADOS NO ENERGETICOS (43,30 %)	CRECIMIENTO LIGERAMENTE DESACELE- RADO (situación parecida a la de octubre)	5,4 %	4,5 %. Margen para que la desacelera- ción continúe
SERVICIOS Y BIENES ELABORADOS NO ENERGETICOS (77,54 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (situación peor que la de octubre)	5,7 %	4,8 %. Margen para que la desacelera- ción continúe
TOTAL (100 %)	CRECIMIENTO DESACELERADO (situación mejor que la de octubre)	4,8 %	4,7 %. No existe margen para que la desaceleración continúe

antes, dependen de las predicciones del agregado mo-
netario.

Por último, cabe señalar que a lo largo de 1986 hubo una reducción muy importante de la inflación, si descontamos los efectos de la introducción del IVA. Esta reducción no se plasmó en las tasas anuales, T_{12}^1 , de los índices de precios observados —véase gráfico 6—, debido a la implantación de dicho impuesto. Será en 1987 cuando dichas tasas, que son las más comentadas por los medios de comunicación, registren caídas importantes. Por ello, el seguimiento del proceso inflacionista a través de las tasas T_{12}^1 conduce a inferencias erróneas, pues la reducción anteriormente mencionada, y en los primeros meses de 1987, de las tasas T_{12}^1 se deben fundamentalmente a motivos fiscales. La auténtica desaceleración —desaceleración en costos— tuvo lugar en 1986.

A pesar de la importante desaceleración de precios

en 1986, el crecimiento del IPC en el año fue muy superior al registrado en la CEE, incluso descontando los efectos del IVA, lo que se debió, en gran parte, a la política de gastos e ingresos públicos, con la no transmisión del abaratamiento del petróleo.

Al acabar de escribir este artículo, ha llegado el dato del IPC correspondiente al mes de febrero. En el cuadro 7, se recogen los valores observados y las predicciones que nosotros dábamos. De la comparación entre lo observado y la predicción, se deduce que el IPC ha tenido un comportamiento superior al esperado, que es más preocupante de lo que las dos décimas de diferencia señalan, ya que en el IPSEBENE la diferencia ha sido mayor. Los datos del IPC en febrero suponen un empeoramiento de las perspectivas sobre la inflación que hemos dado en este capítulo.

Como se desprende del cuadro 7, el componente de alimentos sin elaborar ha contribuido en menos tres

5. Predicciones con indicador

	Crecimiento mensual en febrero		Crecimiento acumulado hasta febrero
	Sobre los valores corregidos de enero	Sobre los valores publicados en enero	
IPC total	0,2	0,5	1,2 (a)
COMPONENTES:			
A) Alimentos sin elaborar (15,46 %)	-0,6	-0,6	1,2
B) Alimentos elaborados (17,56 %)	0,2	0,2	0,8
C) Industriales no energéticos (25,74 %)	0,4	0,4	0,7
D) Servicios (34,24 %)	0,4	1,2	1,8
E) Energía (7,00 %)	0,7	0,7	0,6
PRO MEMORIA:			
A+B) Alimenticio (33,02 %)	-0,2	-0,2	1,0
C+D) No alimenticio no energético (59,98 %)	0,4	0,8	2,3
C+D+E) No alimenticio (66,98 %)	0,4	0,8	1,2
B+C) Bienes elaborados no energéticos (43,30 %)	0,3	0,3	0,8
B+C+D) Servicios y bienes elaborados no energéticos (77,54 %)	0,3	0,7	1,2
B+C+D+E) Servicios y bienes elaborados (84,54 %)	0,4	0,7	1,2
A+B+C+D) IPC no energético (93,00 %)	0,2	0,4	1,2

(a) El crecimiento acumulado hasta febrero (1,2 %) coincide con la suma de los crecimientos del IPC en enero y en febrero, según los valores publicados y según los datos corregidos, si bien en estos últimos existe una pequeña diferencia debida al redondeo.

6. Predicción de la tasa de inflación acumulada en 1987 (a)

	Univariante	Con indicador
IPC General	6,2 (4,6, 7,8)	4,8 (3,9, 5,8)
IPSEBENE (77,54 %)	6,0 (4,9, 7,1)	4,9 (4,0, 5,8)

(a) Entre paréntesis se dan los intervalos de confianza al 80 %.

IPSEBENE en febrero es muy elevado y fuera del intervalo de predicción al 95 % de significación.

En el gráfico 7 se da la inflación subyacente con información hasta febrero de 1987. Para el IPC la inflación subyacente se ha calculado utilizando predicciones univariantes y con indicador, y para el IPSEBENE sólo con predicciones con indicador.

24-III-1987.

7. Tasa de crecimiento mensual del IPC en febrero de 1987

	Observado	Predicción
IPC total	0,4	0,2
IPSEBENE	0,9	0,3
Energía	1,7	0,7
Alimentos sin elaborar	-1,8	-0,6

décimas al crecimiento mensual del IPC. La falta de significado de la evolución mensual del índice de precios de alimentos no elaborados se comentó en el *Boletín Económico* del mes pasado, páginas 41 a 52. Por ello, una vez más, insistimos en la conveniencia de seguir la inflación a través del IPSEBENE y no del IPC global. En este sentido, el crecimiento registrado por el

BIBLIOGRAFÍA

Escrivá, J.L., Espasa, A., Pérez, J. y Salaverría, J. (1986): «Short-Term Econometric Model for Spanish Monetary Policy», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo a los autores.

Espasa, A., Molina, A. y Ortega, E. (1984): «Forecasting the Rate of Inflation by means of the Consumer Price Index», Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de trabajo 8416:

(1985a): «Evaluation of the Current Inflationary Situation», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo al autor.

(1985b): «La Tasa de Inflación: su valor contemporáneo, cambios de tendencia y expectativas», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo al autor.

- (1986a): «El Ajuste Estacional y las tasas de crecimiento en el Índice de Precios al Consumo ante la implantación del Impuesto sobre el Valor Añadido», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo al autor.
- Espasa, A., Manzano, M.C., Matea, M.LL. y Catasús, V. (1987): «Objetivo de Inflación, Diferencial de Inflación e Imposición Indirecta; Perspectivas para 1987», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo al autor.
- Gordon, R. (1982): «Inflation, Flexible Exchange Rates and the Natural Rate of Unemployment» in *Workers, Jobs and Inflation*, the Brookings Institution.
- Manzano, M.C. y Espasa, A. (1986): «Un Análisis Cuantitativo de la relación entre Política Monetaria y Tasa de Inflación en España», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo a los autores.
- Manzano, M.C. (1987): «Inflación y Política Monetaria en 1987», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo a la autora.
- Manzano, M.C. (1987): «El Concepto de Dinero y la Política Monetaria en Sistemas Financieros Desarrollados. El caso español», Servicio de Estudios del Banco de España, trabajo no publicado, disponible solicitándolo a la autora.
- Maravall, A. (1987): «The Use of Arima Models in Unobserved Components Estimation: An Application to Spanish Monetary Control», publicación próxima en *Dynamic Econometric Modeling*, Cambridge University Press.
- Matea, M. LL. y Espasa, A. (1986): «Relación de los precios al por menor con los precios al por mayor y exteriores. Modelos con indicador para el IPC», Servicio de Estudios, Banco de España, trabajo no publicado.
- Mishkin, F. (1984): «The Causes of Inflation», National Bureau of Economic Research, Working Paper no. 1453.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en febrero de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS										
ATLANTICO (20-II-87)	=	11,85	=	=	=	=	=	=	=	=
SANTANDER DE NEGOCIOS (26-II-87)	=	=	=	=	=	13,00	=	=	=	=
BANCOS EXTRANJEROS										
AMERICA (26-II-87)	10,00	11,50	12,50	=	=	13,00	=	=	=	=
COMERCIAL ITALIANA (27-II-87)	-	-	=	=	=	14,25	=	=	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (26-II-87)	=	=	=	=	=	13,00	12,25	12,25	17,00	17,00
(27-II-87)	=	=	=	=	=	13,50	12,75	12,75	17,50	17,50
CHASE MANHATTAN BANK (6-II-87)	-	-	13,25	14,75	-	13,75	13,75	-	=	(3,00)
DEUTSCHE BANK (25-II-87)	=	=	=	=	=	=	=	=	20,00	20,00
DRESDNER BANK (27-II-87)	14,05	=	13,75	=	=	14,20	=	=	=	=
FIRST INTERSTATE (26-II-87)	=	=	=	=	=	13,00	=	=	=	=
FIRST N. BANK OF CHICAGO (2-II-87)	=	=	13,00	=	=	13,00	=	=	15,00	=
(9-II-87)	=	=	12,75	=	=	12,75	=	=	19,00	=
(16-II-87)	=	=	12,90	=	=	12,90	=	=	=	=
MIDLANDBANK (26-II-87)	=	=	=	=	=	14,00	=	=	17,00	=
MORGAN GUARANTY (27-II-87)	=	=	13,00	11,50	9,50	13,50	13,00	13,00	15,00	15,00
ROMA (15-II-87)	-	=	12,60	13,90	=	13,00	14,00	=	20,00	(2,00)

(Continuación) 2

Modificaciones en febrero de 1987

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)
	Descuento comercial					Préstamos y créditos				
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años		
ASTURIAS (12-II-87)	9,00	11,00	11,75	11,75	12,00	=	=	=	=	=
(20-II-87)	=	=	=	=	=	13,25	13,25	13,25	=	=
BARCELONA MONTE (20-II-87)	9,25	11,25	12,25	13,25	=	=	=	=	=	=
CACERES (21-II-87)	=	=	9,00	12,50	13,50	11,00	=	13,50	=	=
CASTELLON (14-II-87)	8,00	10,00	12,00	13,00	14,00	=	=	13,00	=	=
RIOJA (7-II-87)	8,00	9,00	10,00	13,00	13,00	10,00	13,00	13,00	=	=
SANTANDER (13-II-87)	=	=	=	=	=	=	12,75	13,00	=	=
SEVILLA S. FDO. (28-II-87)	=	=	=	12,00	14,50	=	10,50	13,50	=	=
TOLEDO (17-II-87)	=	9,50	10,00	=	=	11,50	12,00	13,00	=	=
VALENCIA (24-II-87)	=	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00
VALLADOLID PROVINCIAL (20-II-87)	=	=	=	9,00	12,00	=	=	12,00	=	=
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA (4-II-87)	=	=	=	=	=	=	=	13,75	=	=

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

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
2/87, de 6 de febrero	Banca privada y cajas de ahorro. Contabilización e información acerca de pagarés de empresa, participaciones y transferencias de activos.	24 febrero 1987

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 3 de febrero de 1987 (Ref. Int. CV 3/87)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado, interior y amortizable, formalizada en bonos del Estado.
Oficio circular de 10 de febrero de 1987. (Ref. Int. CV 4/87)	Banca privada. Relación de accionistas.
Oficio circular de 18 de febrero de 1987. (Ref. Int. CV 5/87)	Entidades delegadas. Avance de la información diaria de posiciones en moneda extranjera.

MODIFICACIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
2/87, de 6 de febrero	Nueva redacción de 27 de febrero de 1987, en la que se modifican los párrafos números 4 y 6 de la norma primera.	18 marzo 1987

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
Instrucción de 3 de febrero de 1987 (Ref. Int. CV 3/87)	Fe de erratas. Corrección en la página 1 párrafo 3.º