

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

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

## Advertencias

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

## Indice

### Página

- 4 La economía española en 1987
- 45 Regulación financiera. Segundo trimestre de 1987.
- 57 Información del Banco de España
- 58 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro
- 63 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
- 64 Publicaciones recientes del Banco de España
- 67 Indicadores económicos

# La economía española en 1987

## 1. INTRODUCCION

La economía española ha mantenido, en el primer semestre de 1987, el notable impulso que fue acumulando a lo largo del año pasado. La demanda interior ha continuado creciendo a ritmos apenas inferiores a los alcanzados en la segunda parte de 1986 en todos sus componentes –de consumo y de inversión, públicos y privados– y, aunque ha proseguido la importante filtración de parte de esa demanda hacia importaciones, la paulatina mejoría registrada en el comportamiento de las exportaciones ha tendido a hacer algo menos negativa la aportación de la demanda exterior neta al avance de la producción. En conjunto, a partir de la información disponible y aún aceptando un cierto grado de desaceleración entre la primera y la segunda partes del año, cabe prever un crecimiento del PIB del orden del 4% para el conjunto de 1987 (véase cuadro 1). Esta expansión de la actividad se ha traducido en una mayor demanda de trabajo que puede conducir a un incremento del empleo total de la economía en un 1,7% y a un aumento del 2,5% del empleo asalariado.

A pesar del vigor de la demanda, la inflación ha mantenido su tónica de desaceleración, de modo que la tasa de aumento de los precios al consumo tenderá a situarse en un 5% a lo largo del año y en un 5,6% en promedio anual. Una vez absorbido el efecto alcista de la introducción del IVA, el buen comportamiento de los precios de los bienes alimenticios no elaborados y el efecto de las importaciones, tanto en precios como en cantidades, han contribuido decisivamente a la moderación de la inflación. También los costes unitarios del trabajo reducirán su ritmo de avance entre 1986 y 1987, aunque el salario

### 1. Principales agregados macroeconómicos

	Tasas de variación real		Aportación al crecimiento del PIB	
	1986	1987	1986	1987
Consumo privado	4,0	3,7	2,6	2,3
Consumo público	6,0	6,0	0,9	0,8
Formación bruta de capital	14,3	12,5	2,7	2,6
<b>Demanda nacional</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	3,6	0,3	0,7
Importaciones de bienes y servicios	14,9	13,0	-3,2	-2,3
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>

Fuente: estimaciones del Banco de España, en pesetas constantes del año anterior.

## 2. Balanza de pagos por cuenta corriente

m.m.

	1986			1987		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
<b>Balanza comercial</b>	<b>3.719</b>	<b>4.595</b>	<b>-876</b>	<b>3.961</b>	<b>5.454</b>	<b>-1.493</b>
<b>Balanza de servicios</b>	<b>2.731</b>	<b>1.434</b>	<b>1.297</b>	...	...	<b>1.579</b>
de la que:						
Turismo	1.672	210	1.462	1.898	237	1.661
Rentas de inversión	209	488	-279	...	...	-224
<b>Balanza de transferencias</b>	<b>397</b>	<b>244</b>	<b>153</b>	...	...	<b>153</b>
<b>Balanza corriente</b>	<b>6.847</b>	<b>6.273</b>	<b>574</b>	...	...	<b>239</b>
PRO-MEMORIA:						
% sobre PIB	-	-	1,8	-	-	0,7

Fuente: 1986, datos facilitados por la Secretaría de Estado de Comercio; 1987, previsión elaborada por el Banco de España.

real medio por persona ocupada avanzará más de dos puntos porcentuales en 1987.

La intensa expansión de la economía española en un contexto internacional caracterizado por ritmos de crecimiento mediocres o débiles ha determinado un importante deterioro de nuestras corrientes comerciales con el resto del mundo. El saldo de la balanza comercial (en términos f.o.b. de la balanza de pagos) puede empeorar, entre 1986 y 1987, en unos 5.500 millones de \$. A pesar de ello, los efectos de la mejora en la relación real de intercambio registrada el pasado año y el buen comportamiento esperado en el turismo y en otros renglones de servicios pueden conducir, en 1987, a un excedente de la balanza de pagos por cuenta corriente del orden de los 1.900 millones de dólares (véase cuadro 2).

La etapa expansiva que está viviendo la economía española tiene como sustrato básico el proceso de recuperación paulatina de la actividad y de inflación descendente que es resultado de las políticas de ajuste aplicadas y de la mejora del clima económico internacional tras la recesión mundial de los primeros años de la década; y sobre ese proceso básico ha venido a incidir, en 1986, una mejora importante de la relación real de intercambio cuyos efectos han contribuido, simultáneamente, a una expansión adicional de la demanda y la actividad, a una reducción de la tasa de inflación, a un aumento del excedente exterior por cuenta corriente y a una moderación del déficit público.

Los efectos de ese impacto favorable tienden a agotarse, como es natural, con el paso del tiempo, de modo que puede decirse que la economía española ha vivido una etapa especialmente favorable a lo largo de los doce últimos meses. Desde el punto de vista de la demanda y la actividad, los impulsos

que han venido alentando intensamente la expansión tenderán a debilitarse, y nada parece indicar que vayan a ser sustituidos por estímulos procedentes del exterior si se atiende a la evolución incierta y poco vigorosa de la economía mundial y, especialmente —por lo que se refiere a los intereses más cercanos de nuestro país—, de las economías europeas. Por otra parte, una economía de las dimensiones de la española, aunque tenga un potencial de expansión superior al de los países más desarrollados de su entorno, no puede mantener indefinidamente unos ritmos de expansión de la demanda interna y la producción muy superiores a los registrados en el área en que se inserta sin registrar un creciente deterioro de sus corrientes comerciales reales con el exterior; y la inevitable absorción de los efectos favorables de la mejora en la relación real de intercambio sobre la balanza de pagos acabaría poniendo al descubierto las tensiones, a la larga insostenibles, sobre sus cuentas exteriores inducidas por tasas de expansión excesivas.

La economía española tiene planteado, por tanto, el problema de pasar de la actual fase de recuperación intensa a una etapa de crecimiento vigoroso y sostenible sin que del intento de prolongar aquella mediante políticas abiertamente expansivas pudiera esperarse más que la generación de desequilibrios perturbadores. La actual intensidad del impulso inversor, respaldado por expectativas favorables sobre la economía española dentro y fuera de ella, prometen un crecimiento firme a medio plazo sin necesidad de estímulos artificiales.

El problema de las políticas macroeconómicas ha de consistir en propiciar una transición suave de la fase de recuperación a la etapa de crecimiento sostenido.

En el caso de la política de ingresos y gastos públicos, el agotamiento del refuerzo que recibieron los primeros como resultado del descenso del precio internacional del petróleo obliga a mantener la presión para contener el crecimiento del gasto público si, dados los límites a la continuidad en el rápido crecimiento de la presión fiscal, ha de mantenerse la política de reducción paulatina del déficit público.

En cuanto a la política monetaria, la conveniencia de atender un ritmo de aumento de la actividad superior al inicialmente previsto, y de tener en cuenta los cambios en la demanda de activos financieros del público —relacionados con esa expansión y con variaciones en la disponibilidad de dichos activos respecto de los supuestos de la programación monetaria del año— no debe conducir a una flexión de la política de estabilización a medio plazo. Las incertidumbres que, como consecuencia de las innovaciones financieras y el descenso de la inflación, vienen afectando a la instrumentación de la política monetaria en países tan distintos como Estados Unidos, Alemania, el Reino Unido y Japón han llevado a una mayor flexibilidad en la interpretación de los objetivos, pero en ningún caso han conducido a un descuido de los problemas de estabilidad. En el caso español, la intensidad en el crecimiento de la demanda nominal de bienes y servicios debe ser contenida dentro de límites que impidan aceleraciones desequilibradoras que acabarían incidiendo sobre el sector exterior y sobre una tasa de inflación que no puede contar con la persistencia de factores moderadores de origen externo. La reducción de las presiones inflacionistas abre perspectivas de descenso a los tipos de interés; pero éstos sólo pueden descender en la medida en que su moderación no ponga en peligro ni una correcta financiación del sector público ni un crecimiento de las magnitudes monetarias compatible con el encauzamiento de la economía en una senda de expansión equilibrada.

## 2. DEMANDA Y ACTIVIDAD PRODUCTIVA

Las estimaciones realizadas por el Banco de España con la información disponible actualmente indican que la demanda exterior neta de la economía española, en el conjunto del año 1987, tendrá un impacto negativo considerable sobre la actividad productiva, pero menor que el registrado en 1986, -1,6 puntos porcentuales frente a -2,9 puntos. Aunque las importaciones de mercancías continuarán registrando crecimientos reales muy elevados, relacionados, fundamentalmente, con el aumento de la demanda agregada interna, las exportaciones de mer-

cancías se espera que mantengan el proceso de lenta recuperación ya iniciado en los meses finales del año anterior, ayudadas, en un contexto internacional poco favorable, por la mejora en la competitividad derivada de la reducción en la tasa de inflación y el comportamiento del tipo de cambio nominal de la peseta frente a las monedas del resto de países de la CEE en los primeros meses del año.

En cuanto a la demanda nacional, aunque son escasos los indicadores disponibles sobre su evolución en la primera mitad del año 1987, se estima que su crecimiento real en el conjunto del año será sólo ligeramente inferior al registrado en 1986. El consumo privado, alentado por el aumento del empleo y la desaceleración de la tasa de inflación, alcanzaría, de acuerdo con estas previsiones, un incremento real algo menor que el del año pasado; el consumo público mantendría su impacto expansivo, de nuevo superior al presupuestado, y la formación bruta de capital reduciría marginalmente su tasa de expansión debido a que la aportación al crecimiento de la producción de la inversión en existencias no se espera que sea significativa, aunque la formación bruta de capital fijo sí superará la tasa de aumento del año anterior.

### 2.1. Demanda exterior

Se prevé que las *exportaciones de bienes y servicios* registrarán, en el conjunto del año actual, un crecimiento real del 3,6%. Aunque este incremento no es mucho más elevado que el del año precedente, 1,1%, encierra, en su composición, un comportamiento radicalmente distinto en la actividad exportadora. Así, las exportaciones de productos energéticos, que en 1986 tuvieron un incremento real elevadísimo, relacionado con la importación de crudos de petróleo para maquilas, reducirán drásticamente, en este año, su ritmo de aumento, mientras que las exportaciones de productos no energéticos acelerarán su tasa de variación desde el -8,3% registrado en 1986 hasta el 2,8% previsto para este año. Los ingresos por turismo y viajes, finalmente, se estima que reducirán su incremento real, aunque la tasa considerada para 1987, 6%, continúa siendo importante.

Como se observa en el cuadro número 3, las *exportaciones de mercancías* tuvieron, a lo largo del año 1986, una evolución muy irregular. La fuerte caída del primer trimestre estuvo relacionada con los adelantos en la exportación que se habían producido al finalizar el año 1985 y este hecho, de importancia considerable, determinó, a su vez, la tasa de varia-

### 3. El comercio exterior en el período enero-junio de 1987

	Tasas intertrimestrales (a)						Tasas anuales		
	86-I	86-II	86-III	86-IV	87-I	87-II	1985	1986	1987 (b)
<b>Exportaciones totales</b>	<b>-50,6</b>	<b>38,6</b>	<b>-26,3</b>	<b>31,4</b>	<b>7,1</b>	<b>20,9</b>	<b>10,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>7,9</b>
Energéticas	...	...	...	...	...	...	14,5	-37,7	-5,0
No energéticas	...	...	...	...	...	...	9,6	-4,2	8,9
<b>Importaciones totales</b>	...	...	...	...	...	...	<b>9,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>22,3</b>
Energéticas	...	...	...	...	...	...	3,8	-48,6	-5,2
No energéticas	1,9	57,8	22,5	79,8	3,5	3,2	13,1	21,3	30,4

(a) Tasas anuales de la serie desestacionalizada.

(b) Tasa acumulada enero-junio 1987 sobre igual período de 1986.

Fuente: DGA y BE.

### 4. Mercados de exportación: 1986 y 1987

	1986			1987		
	Ponderación (%)	Importaciones del país	Aportación	Ponderación (%)	Importaciones del país	Aportación
Francia	15,5	8,5	1,3	18,0	4,7	0,8
Alemania	9,6	7,8	0,7	11,7	1,6	0,2
Reino Unido	8,6	3,8	0,3	8,8	8,7	0,8
Italia	7,0	7,3	0,5	8,0	6,5	0,5
Estados Unidos	10,0	10,8	1,1	9,2	1,9	0,2
Otros desarrollados	19,5	3,0	0,6	21,3	3,5	0,7
OPEP	7,3	-20,8	-1,5	5,6	-16,3	-0,9
Resto del mundo	22,5	-1,0	-0,2	17,4	5,3	0,9
<b>Total mercados</b>	<b>100,0</b>	<b>-</b>	<b>2,8</b>	<b>100,0</b>	<b>-</b>	<b>3,2</b>

Fuente: OCDE.

Nota:

Los datos sobre importaciones de cada país se refieren a sus importaciones totales en términos reales. El no haber descontado, por falta de información, las importaciones energéticas, puede distorsionar algo la cuantificación del crecimiento de nuestros mercados. En concreto, el aumento de la importación por parte de Estados Unidos en 1986 tenía un componente de productos energéticos importante. Parece exagerado, en la estimación de la OCDE, la caída de importaciones en los países de la OPEP en 1987. Se compensa, quizás, por un aumento exagerado de la importación en el resto del mundo.

Hay que llamar la atención, por último, sobre la ponderación conjunta, en 1987, de los cuatro grandes países europeos, un 46,5 %, casi la mitad de nuestros mercados.

ción positiva del segundo trimestre. En el conjunto del año 1986, como ya se ha indicado, el resultado final fue muy desfavorable, aunque en sus últimos meses se observaron síntomas de recuperación en la exportación. Este proceso se mantuvo a lo largo del primer semestre del año actual esperándose, para su conjunto, un crecimiento nominal del 6,5%, que implica un incremento real del orden del 3%.

Prescindiendo de la exportación de productos energéticos, cuya dinámica obedece a factores de otra índole, el comportamiento de la exportación en 1986 estuvo determinado por la desfavorable evolución de los mercados exteriores, los cambios legislativos en la imposición indirecta derivados del tratado de adhesión a la Comunidad Económica Europea y la

pérdida de competitividad que padecía la economía española debido a su alta tasa de inflación. Estos factores tuvieron incidencia diferente en las distintas áreas económicas, y distinto fue, por tanto, el resultado final en cada una de ellas. Así, la exportación a los países de la CEE —frente a los que, en el promedio del año, no se experimentó pérdida de competitividad apreciable— alcanzó un incremento real moderado, mientras que en los países con los que comerciamos en dólares el retroceso real fue muy acusado.

Aunque el comportamiento previsto para nuestros mercados de exportación en el año 1987 no difiere del alcanzado en 1986 —la mejora que se espera en el conjunto de países en desarrollo no exportadores

de petróleo se ve compensada por el menor crecimiento de las economías norteamericanas y, sobre todo, alemana, país al que en 1986 se dirigieron más del 12% del total de nuestras exportaciones no energéticas (véase cuadro 4)–, la evolución de las exportaciones a lo largo del año actual se está viendo favorecida por la reducción en la tasa de crecimiento de los costes de producción de la economía, tras un año en el que se habían acelerado pese a contar con una reducción excepcional en el precio de los productos importados. A este hecho se unen, en el caso del área de la CEE, las consecuencias de la depreciación del tipo de cambio nominal de la peseta en los primeros meses del año, a lo que habría que añadir, en algunos sectores concretos, los beneficios derivados de nuestra integración en esta área económica. La evolución de la competitividad medida a través del tipo de cambio efectivo real, que se recoge en el gráfico 7 de otro apartado de este informe, ofrece resultados similares a los aquí descritos: pérdida de competitividad en todos los mercados a lo largo del año 1986 –aunque, en promedio, se mantuvo en el mercado de la CEE– y mantenimiento –o incluso mejora, en el área comunitaria– en los meses transcurridos de 1987.

Los datos disponibles sobre la evolución de las exportaciones en el primer semestre del año 1987, que se recogen en los cuadros 5 y 6, muestran, de forma prácticamente generalizada, la moderada recuperación de la exportación que se espera se mantenga en el conjunto del año. Destaca el aumento de las

ventas en el mercado de la CEE –en especial, los productos agrícolas y alimenticios– y en el grupo de países llamado «resto del mundo» –aquí, sobre todo, bienes de consumo y bienes de equipo–. Es también apreciable el crecimiento de la exportación a Japón, mientras que las ventas a Estados Unidos y al resto de países de la OCDE, aunque con variaciones nominales prácticamente nulas, suponen una mejora relativa en comparación con los resultados del año precedente (1). Algo similar ocurre con la exportación al grupo resto de América, mientras que la dirigida a los países de la OPEP no muestra síntomas de recuperación alguna.

Hay que mencionar, por último, la moderación, por segundo año consecutivo, del precio de las exportaciones de productos no energéticos, que para el conjunto del año 1987 se espera tengan una tasa de crecimiento similar a la de los demás países competidores (un 3,5%, en pesetas, aproximadamente). Este comportamiento de los precios de exportación, con incrementos inferiores a los de los costes de producción y a los precios interiores, supone que las empresas, al no poder trasladar a sus precios exteriores las tensiones de competitividad que se producen en el interior, tienen que reducir sus márgenes de beneficio, con el consiguiente deterioro de sus cuentas de

(1) Téngase en cuenta que el crecimiento de la exportación al grupo de otros países de la OCDE que se recoge en el cuadro 6 no es comparable con el del cuadro 5. La tasa de crecimiento que se recoge en aquél se debe al fortísimo aumento de la exportación a Portugal, allí incluido.

## 5. Comercio exterior por áreas geográficas

Tasas de variación

	Exportaciones			Importaciones		
	1985	1986	ENE-JUN 1987 (a)	1985	1986	ENE-JUN 1987 (a)
<b>OCDE</b>	<b>9,9</b>	<b>1,8</b>	<b>10,5</b>	<b>18,0</b>	<b>31,5</b>	<b>30,9</b>
CEE (b)	10,2	7,1	13,0	18,0	31,6	42,4
<i>Francia</i>	12,1	7,5	10,9	18,4	21,3	54,1
<i>Alemania</i>	8,5	13,5	14,5	17,2	37,0	38,3
<i>Reino Unido</i>	2,4	-4,5	16,6	17,3	14,6	12,9
<i>Italia</i>	27,7	4,9	18,1	19,1	53,4	58,7
Estados Unidos	13,1	-14,6	-1,3	6,5	-12,7	-8,0
Otros OCDE	4,5	-9,1	0,4	16,6	21,1	19,3
<i>Japón</i>	-9,2	-20,6	13,3	21,8	39,4	8,0
<b>OPEP</b>	<b>-13,3</b>	<b>-29,1</b>	<b>-20,4</b>	<b>-8,7</b>	<b>-46,0</b>	<b>4,8</b>
<b>COMECON</b>	<b>38,8</b>	<b>-35,8</b>	<b>-31,6</b>	<b>-11,3</b>	<b>-29,5</b>	<b>64,1</b>
<b>Otros de América</b>	<b>-0,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>2,0</b>	<b>3,1</b>	<b>-38,1</b>	<b>-3,5</b>
<b>Resto del Mundo</b>	<b>11,2</b>	<b>-29,9</b>	<b>20,1</b>	<b>45,2</b>	<b>-17,5</b>	<b>4,3</b>
<b>TOTAL MUNDO</b>	<b>10,0</b>	<b>-7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>9,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>22,3</b>

(a) Con respecto a igual período del año anterior.

(b) Incluida Portugal.

Fuente: DGA.

## 6. El comercio exterior por grupos de productos y áreas geográficas

Tasas de variación (a)

	Mundo		CEE (b)		EE.UU.		Resto OCDE		OPEP		COMECON		Resto de América		Resto del Mundo	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987
<b>Importaciones totales</b>	<b>-7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>5,0</b>	<b>11,1</b>	<b>-14,6</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>17,3</b>	<b>-29,1</b>	<b>-20,4</b>	<b>-35,8</b>	<b>-31,6</b>	<b>-13,8</b>	<b>2,0</b>	<b>-29,9</b>	<b>20,1</b>
Energéticas	-37,7	-5,0	-42,9	-19,0	-26,2	-23,3	12,9	-46,8	-14,1	12,8	-65,1	64,9	-41,9	-	-48,7	79,3
No energéticas	-4,2	8,9	10,4	13,2	-12,8	1,7	1,2	21,7	-30,4	-23,6	-35,0	-32,5	-13,2	-0,6	-27,3	13,7
<i>Produc. animales</i>	4,5	32,8	16,8	41,6	-12,2	-21,3	-8,1	38,2	145,9	-26,8	-21,0	-	-	-	27,7	13,8
<i>Produc. vegetales</i>	7,0	33,8	18,2	38,8	-6,7	-10,5	7,5	16,4	-39,2	38,1	46,7	15,4	5,5	-35,4	-36,5	21,3
<i>Produc. alimenti.</i>	-8,3	17,5	-3,2	20,2	-15,8	6,7	-7,9	23,5	-14,2	-14,1	-22,2	-49,6	11,3	109,5	-6,7	41,1
<i>Materias primas</i>																
<i>Agricultura</i>	-16,6	-5,1	-14,7	103,2	-39,3	-32,2	1,5	64,8	-16,1	-79,3	-	-	-	-	-39,1	11,6
<i>Produc. intermedi.</i>	-13,9	2,8	0,6	8,7	-9,1	6,6	-9,5	13,8	-31,7	-34,1	-52,7	-27,4	-18,8	4,0	-25,4	2,2
<i>Bienes consumo</i>	5,4	3,0	14,2	1,9	-19,5	-13,9	25,2	28,4	-29,8	-5,8	-3,8	-11,7	-8,2	-0,7	-11,4	33,0
<i>Bienes equipo</i>	2,0	11,0	19,4	12,0	-10,8	13,0	16,4	32,0	-80,0	0,0	10,6	-35,0	-10,8	-11,0	-40,9	35,0
<b>Exportaciones totales</b>	<b>-3,6</b>	<b>22,3</b>	<b>30,9</b>	<b>41,7</b>	<b>-12,7</b>	<b>-8,0</b>	<b>24,0</b>	<b>24,6</b>	<b>-46,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-29,5</b>	<b>64,1</b>	<b>-38,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-17,5</b>	<b>4,3</b>
Energéticas	-48,6	-5,2	-17,5	6,9	-34,6	-44,2	-39,8	-31,6	-47,7	-5,3	-58,8	160,4	-58,6	14,8	-55,2	-57,6
No energéticas	21,3	30,4	34,0	43,5	-9,6	-3,2	27,8	26,5	-0,3	4,2	9,3	12,7	-12,1	-17,2	18,2	33,0
<i>Produc. animales</i>	61,4	25,1	87,7	12,7	160,2	-77,1	46,8	25,8	87,4	322,5	-17,8	34,9	35,6	35,3	45,1	119,6
<i>Produc. vegetales</i>	43,0	13,8	167,5	400,8	0,5	10,2	14,3	-32,6	31,9	61,7	-14,0	0,5	23,0	-50,2	42,8	3,6
<i>Produc. alimenti.</i>	9,9	29,9	55,9	67,3	-17,0	48,9	16,6	44,7	15,4	62,1	-14,2	-3,9	-3,3	-30,2	0,9	-3,7
<i>Materias primas</i>																
<i>Agricultura</i>	-11,0	-11,0	189,6	86,6	-22,4	-47,5	-32,2	29,9	-	-	-	-	-64,8	108,9	113,0	1,5
<i>Produc. intermedi.</i>	13,0	13,3	23,1	16,9	-4,0	-4,8	13,9	24,1	-13,8	-14,6	28,6	-0,4	-8,7	-15,3	-10,1	11,6
<i>Bienes consumo</i>	66,5	55,8	70,0	78,6	4,8	9,5	55,1	6,6	-	-	29,8	42,0	3,1	21,8	115,7	76,8
<i>Bienes equipo</i>	22,3	52,0	26,3	60,0	-6,3	27,0	34,7	33,0	-	-	-4,5	39,0	3,8	72,0	36,0	86,0

(a) Para cada grupo de producto y zona se presentan las tasas de variación del año 1986 y la del período enero-junio 1987.

(b) Sin incluir Portugal.

Fuente: DGA y BE.

explotación que incide, en último término, sobre su capacidad exportadora. También desde esta óptica, la situación del año 1987 presenta una mejora relativa importante en relación con el año anterior, al haberse reducido el crecimiento de los costes de producción.

Ya se señaló, anteriormente, el comportamiento favorable que se espera para los *ingresos por turismo* en el año actual. La información disponible —entre ella, los resultados del registro de caja para los cinco primeros meses del año— permiten estimar un crecimiento en términos nominales, para el conjunto del año, del orden del 13,5%, en pesetas, lo que supone un incremento real del 6%. La aportación de este sector a la balanza de pagos por cuenta corriente, tras varios años de expansión continuada, ha llegado a ser de extraordinaria importancia, esperándose para el año 1987 una aportación de divisas cercana a los 15.000 millones de dólares.

La tasa de crecimiento real prevista para el total de *importaciones de bienes y servicios* en el año actual es del 13,0%, ligeramente inferior al 14,9% registrado en 1986 (siempre según las estimaciones del Banco de España).

En lo que a las *importaciones de mercancías* se refiere, el hecho más significativo de 1987, en comparación con el año precedente, es el comportamiento tan distinto de los precios de importación. Frente a una caída del deflactor implícito del 17,5% en el año pasado, en el actual se espera un crecimiento en pesetas del 3,3%, con incrementos no muy distintos entre los componentes energético y no energético.

El precio medio del barril de crudo importado en 1986, de acuerdo con la información de la Dirección General de Aduanas, fue de 15,6 dólares. Según la misma fuente, el precio medio del primer semestre del año actual fue de 15,9 dólares—barril, siendo el precio del mes de junio, último dato disponible, de 17,4 dólares—barril. Suponiendo que el precio del barril en el segundo semestre del año llegara a situarse en torno a 19 dólares, se tendría un precio medio anual inferior a 18 dólares (1), lo que, en pesetas, supondría una tasa de variación con respecto al año precedente del orden del 3% (recuérdese que la caída del precio en el año 1986, en relación con el

(1) Téngase en cuenta que el precio medio dependerá de lo que se suponga sobre toneladas importadas en el segundo semestre en relación al primero.

año anterior fue de casi un 50%). Hay que tener en cuenta, no obstante, que los cálculos anteriores se refieren a valores medios anuales, siendo muy distintos los resultados si las comparaciones se realizan a lo largo del año. El precio del barril de crudo en los meses finales de 1986 estaba situado —siempre según los datos de Aduanas— en torno a los 12 dólares, por lo que el incremento en esta moneda a lo largo del año actual sería de más de un 50%. A esto habría que añadir que la evolución del tipo de cambio de la peseta frente al dólar supone, con una hipótesis de trabajo de estabilidad en lo que queda de año, una apreciación de la peseta de casi un 10% en el conjunto del año y de sólo un 6%, aproximadamente, a lo largo del mismo.

El supuesto considerado, finalmente, ha sido que el precio de la importación de productos energéticos en el promedio de 1987 sería un 2,5% superior, en pesetas, al del año precedente. Como, de acuerdo con la información disponible sobre precios en los mercados mundiales, el crecimiento en pesetas del deflactor de los productos no energéticos en el año actual puede ser del 3,5%, aproximadamente, el incremento del deflactor del total de importaciones de mercancías sería de casi el 3,5% (frente a una caída del 17,5% en 1986), prácticamente idéntico al crecimiento considerado para las exportaciones de mercancías. Resulta así, finalmente, que la *relación real de intercambio* de la economía española en 1987 no variaría, después de la mejora del 13% registrada en el año anterior (calculada, como se ha visto, utilizando los deflatores implícitos del comercio de mercancías en términos de Contabilidad Nacional).

La información disponible sobre la evolución de la importación de *productos energéticos* en términos reales en el primer semestre de 1987, según Aduanas, es de difícil interpretación, al compararla con los resultados de la primera mitad de 1986 en la que se contabilizó una cantidad de productos energéticos anormalmente baja. Según otras fuentes de información, en los primeros meses del año actual se está produciendo un crecimiento considerable en la compra de crudos de petróleo para el mercado propio, mientras que está disminuyendo drásticamente la importación de maquilas. Dada la dificultad para realizar precisiones en un sector tan complejo como el energético, se ha supuesto que en 1987 se produciría un crecimiento moderado en la importación energética neta en torno al 2%, con lo que su reparto entre compras brutas y exportación resulta menos relevante, ya que afectaría igualmente a las tasas de variación previstas para el total de importaciones y exportaciones. Lo que sí resultaría relevante, por supuesto, son las desviaciones en la importación neta efectivamente realizada en compara-

ción con lo previsto. La previsión realizada, moderada, como se ha dicho, implica que en el segundo semestre de 1987 no se mantendrá el alto ritmo de importación energética neta de la primera parte del año.

En cuanto a la *importación de productos no energéticos*, su evolución en términos nominales se encuentra recogida en el cuadro número 3. Puede verse cómo el crecimiento a lo largo del año 1986 —después de un primer trimestre anómalo, relacionado con desplazamientos hacia los últimos meses de 1985 y con una posterior espera hasta la reducción arancelaria del mes de marzo—, fue muy elevado. Las cifras correspondientes a los dos primeros trimestres de 1987 muestran una notable desaceleración, pese a lo cual, la tasa de variación de dicho período en relación con los mismos meses del año anterior continúa siendo muy alta (30,4%). La previsión para el segundo semestre implica que continuará reduciéndose la tasa de aumento con respecto al año anterior, hasta, finalmente, alcanzar un crecimiento nominal del orden del 22% que, con las hipótesis de precios utilizadas, implicaría un incremento real del 18%, frente al 24% del año 1986.

Los factores determinantes de la evolución de las importaciones no energéticas en términos reales, en el año 1986, son conocidos. La importante recuperación de la demanda nacional y la pérdida de competitividad de nuestros productos en el mercado propio, acrecentada por el proceso de liberalización implícito en la adhesión a la CEE, motivaron incrementos reales tan destacados. En el año 1987 se está produciendo una mejora en la competitividad, ya mencionada, pero el pulso que mantiene la demanda nacional y la ampliación, año tras año, del proceso de liberalización, hacen que el ritmo de aumento de la importación no energética en el conjunto del año siga siendo notable. No hay que olvidar que el proceso de apertura al exterior de la economía española encierra un reto de competitividad que va mucho más allá de las mediciones que se realizan teniendo en cuenta únicamente el precio de los bienes. Esta liberalización, que supone disponer, en condiciones cada vez más favorables, de bienes exteriores con mayor calidad —consumo— y con tecnología incorporada más eficiente —equipo—, debería resultar, a medio plazo, beneficiosa para la economía, si ésta es capaz de afrontarlo mediante los ajustes necesarios.

Las cifras del cuadro número 6 muestran cómo el incremento de la importación de productos no energéticos es especialmente intenso en los grupos de bienes de consumo y bienes de equipo, siendo su carácter generalizado en todas las áreas geográficas

consideradas un exponente de la intensidad del crecimiento de la demanda interior.

Los datos relativos a la *balanza de pagos por cuenta corriente* del año 1987, que se presentaron en el cuadro 2, responden a las previsiones comentadas en este epígrafe. Se supone que en el apartado correspondiente a las rentas de inversión se producirá una mejora importante derivada, fundamentalmente, de la disminución del endeudamiento exterior de la economía y del aumento de las reservas. Para la balanza de transferencias se han considerado los datos relativos al registro de caja en los cinco primeros meses del año, que muestran un resultado similar al del año pasado en iguales fechas.

El aumento en el déficit comercial previsto es importante, ya que, en 1987, persistiendo el juego adverso entre las tasas de crecimiento real de importaciones y exportaciones de mercancías, no se cuenta con la mejora en la relación real de intercambio que mantuvo el déficit comercial de 1986 a niveles no muy alejados de los del año precedente. Pero como la balanza de servicios mostrará, de nuevo, en 1987, un excedente importante —basado en la reducción del déficit por rentas de inversión y en el crecimiento del turismo—, la previsión para el total de la cuenta corriente es de un superávit de 239 m.m., en torno a 1.900 millones de dólares.

## 2.2. Demanda nacional

Todos los indicadores disponibles para la primera mitad del año 1987 confirman que se mantuvo el fuerte crecimiento registrado por la demanda nacional en el segundo semestre del año pasado. Aún suponiendo que los elementos de inercia que se arrastran de dicho comportamiento expansivo vayan perdiendo fuerza a medida que avanza el año, la estimación realizada para el conjunto de 1987 supone un incremento real de la demanda nacional sólo ligeramente inferior al del año precedente: 5,9% frente a 6,3%.

El crecimiento del empleo en el año 1986, el comportamiento de los salarios monetarios —que detuvieron su ritmo de desaceleración de los años precedentes—, la actuación expansiva del sector público y, finalmente, la reducción de la tasa de inflación en la segunda mitad del año fueron los factores explicativos principales de la aceleración en el ritmo de crecimiento del *consumo privado* en el segundo semestre del año 1986.

Los indicadores sobre consumo disponibles para el año 1987, aunque escasos, corroboran el mantenimiento de esta dinámica del consumo en su primer semestre. Así, las importaciones de bienes de consumo aumentaron, con respecto al mismo período

## 7. Indicadores de consumo privado. Tasas de variación

	Matriculación automóviles	Índice de producción industrial	Importación real excluidos los alimenticios	
			Duraderos exc. automóviles	No duraderos
<b>Tasas anuales</b>				
1985/1984	10,1	1,1	-8,4	10,9
1986/1985	19,8	3,2	50,9	45,7
1987/1986 (a)	68,5 (3)	4,8 (4)	20,8 (5)	45,4 (5)
<b>Tasas respecto a igual trimestre año anterior</b>				
<b>1986</b>				
I TR	-8,9	-1,3	23,9	5,8
II TR	29,8	7,2	53,6	31,8
III TR	30,1	2,4	44,3	54,1
IV TR	27,2	4,6	73,3	84,7
<b>1987</b>				
I TR	68,5	6,8	31,3	51,6
II TR (a)	...	-1,2 (4)	5,1 (5)	36,1 (5)

(a) Entre paréntesis, mes al que corresponde el último dato disponible, en caso de período incompleto.

Fuente: INE, DGA, DGT y BE.

del año anterior, a una tasa real superior al 50%, la matriculación de automóviles lo hizo, hasta el mes de marzo, en un 68,5% y, finalmente, el componente de bienes de consumo del Índice de Producción Industrial aumentó en el período enero-abril un 4,8%, por encima del índice general.

La estimación sobre el consumo privado que se presenta en el cuadro macroeconómico para el conjunto del año, un crecimiento real del 3,7%, supone una cierta desaceleración en la segunda parte del año, a medida que van perdiendo fuerza los factores de inercia que se arrastran del año anterior. Dicha estimación se basa en el cálculo realizado por el Banco de España sobre la cuenta de renta disponible de las familias en 1986 y en 1987.

En términos nominales, la desaceleración prevista para la renta disponible para el gasto en el año actual se encuentra determinada por el menor ritmo de aumento esperado para el empleo, importante, en cualquier caso, pero inferior al registrado en el comienzo de la recuperación económica. Los salarios nominales, por su parte, tendrán una tasa de incremento inferior a la del año pasado, a lo que se une, por parte de las Administraciones Públicas, una actuación que si bien continúa siendo fuertemente expansiva en su impacto directo sobre la demanda, es ligeramente contractiva en cuanto al proceso de formación de rentas de los agentes privados de la economía. La previsión sobre el crecimiento de los impuestos sobre la renta y el patrimonio, que hasta el mes de mayo lo hicieron en un 22,3%, es del 14%, frente al 11,5% registrado en el año anterior. El juego de prestaciones y cotizaciones sociales, sin embargo, mantiene un comportamiento equilibrado.

El resultado final que alcancen las variables anteriores está sometido a todo tipo de incertidumbres y, como se dijo, la previsión realizada debe considerarse, al menos, prudente. En cualquier caso, la desaceleración en la renta disponible nominal que implica —se pasa de casi un 14% de aumento en 1986 a un 10%, aproximadamente, en 1987—, recibe el efecto favorable de la desaceleración prevista —véase epígrafe 4— en la tasa de inflación en 1987, por lo que permite un crecimiento del consumo real como el mencionado manteniendo invariable la tasa de ahorro.

La información disponible sobre la evolución del *consumo público* es más escasa aún que la correspondiente al consumo privado y se refiere a la ejecución presupuestaria del Estado para los cinco primeros meses del año.

De acuerdo con estos datos, el incremento del consumo público del Estado en términos de Contabilidad Nacional está siendo muy elevado, no sólo por el crecimiento de las remuneraciones de personal sino, fundamentalmente, por la compra de bienes y servicios. Con datos hasta mayo, se estima que el aumento del consumo público en términos monetarios es superior al 30,0%, respecto del mismo período del año anterior, lo que supone una tasa real importante si se tiene en cuenta la moderación previsible del deflactor de las compras. Aunque, como se ha indicado, las incertidumbres y falta de información sobre una parte sustancial del consumo público son muy importantes, parece difícil estimar un crecimiento real para el promedio del año inferior al alcanzado en 1986.

La tasa de crecimiento real prevista para la *formación bruta de capital* en 1987, recogida en el cuadro macroeconómico, es ligeramente inferior a la registrada en el año precedente, pero supone, en lo que se refiere a la *formación bruta de capital fijo*, un incremento real superior: 13,0% frente a 10,8%.

La importante recuperación de la *inversión en construcción* del año 1986, después de tantos años de atonía en el sector, estuvo basada, inicialmente, en la expansión registrada, a lo largo del año 1985, en las licitaciones oficiales de obra. A este hecho se unió, en el año pasado, el fuerte incremento experimentado por la iniciación de viviendas, de carácter libre, pues las de protección oficial se redujeron considerablemente. El comportamiento de la licitación oficial en la primera mitad de 1986 hacía suponer que el proceso de recuperación del sector de la construcción iría perdiendo fuerza en los meses finales de dicho año y a lo largo de 1987, cuando quedase como elemento básico de apoyo a la actividad del sector la vivienda libre. Sin embargo, la evolución de las licitaciones en 1986 fue menos negativa de lo previsto y, en los primeros meses del año actual su crecimiento ha vuelto a ser muy elevado. Como las viviendas libres iniciadas en 1987 han continuado aumentando, también, a un ritmo más intenso de lo previsto —las de protección oficial siguen evolucionando negativamente—, todo hace suponer que el crecimiento de la inversión en construcción a lo largo de todo el año actual está asegurado, siendo difícil estimar un crecimiento real inferior al que se había alcanzado en 1986 —7,0%—.

Todos los indicadores disponibles sobre la marcha de la *inversión en bienes de equipo* en 1987 avalan su aceleración con respecto a la alta tasa de variación alcanzada en 1986. El crecimiento real previsto, 22,0%, supera en cinco puntos porcentuales al estimado para el año pasado.

## 8. Indicadores de inversión en construcción

Tasas de variación

	Viviendas iniciadas			Licitación oficial nominal	Gasto en construcción		
	Total	Libres	VPO	Total	Total	Viviendas	Obra pública
<b>Tasas anuales</b>							
1983/1982	1,7	1,0	2,3	-7,0	1,9	-8,1	6,4
1984/1983	-12,8	-12,7	-12,9	8,3	-4,1	0,4	-11,5
1985/1984	10,9	0,4	17,9	41,7	-1,1	-9,4	4,8
1986/1985	-3,5	14,6	-13,7	0,6	7,8	3,9	14,7
1987/1986	21,7 (a)	62,3 (a)	-7,7 (a)	33,1 (b)	8,5 (c)	5,9 (c)	14,4 (c)
<b>Tasas sobre igual trimestre año anterior</b>							
<b>1985</b>							
I TR	-7,6	-20,3	3,9	23,2	-5,7	-9,5	-7,5
II TR	33,2	2,4	55,3	74,1	-3,5	-11,3	0,1
III TR	24,8	15,8	31,7	70,8	0,3	-10,1	10,2
IV TR	-0,7	10,5	-5,6	15,7	4,7	-6,4	17,8
<b>1986</b>							
I TR	-3,1	-2,6	-3,4	2,5	7,3	-1,8	20,3
II TR	-8,7	28,9	-26,4	-14,7	8,2	3,2	16,2
III TR	1,7	22,5	-12,2	17,4	8,5	7,2	13,1
IV TR	-2,4	8,4	-7,9	-3,2	7,2	7,4	10,2
<b>1987</b>							
I TR	28,8	76,8	-4,2	91,0	7,9	4,9	13,6
II TR	3,3 (a)	28,8 (a)	-17,0 (a)	-10,3 (b)	8,5 (c)	4,4 (c)	15,9 (c)

(a) Último dato disponible: abril.

(b) Último dato disponible: mayo.

(c) Estimación para el período completo.

Fuente: MOPU, SEOPAN y BE.

## 9. Indicadores de inversión en bienes de equipo. Tasas de variación

	Matriculación de vehículos de carga	Importación real de maquinaria	Índice de producción industrial	
			Material transporte	Maquinaria
<b>Tasas anuales</b>				
1985/1984	24,5	12,7	9,5	7,1
1986/1985	22,7	15,8	20,7	8,7
1987/1986 (a)	55,9 (3)	47,7 (5)	6,5 (3)	16,1 (3)
<b>Tasas respecto a igual trimestre año anterior</b>				
<b>1986</b>				
I TR	2,7	-4,9	26,6	2,7
II TR	37,2	10,4	38,6	11,2
III TR	31,2	26,1	20,6	16,2
IV TR	21,8	29,0	3,6	6,1
<b>1987</b>				
I TR	55,9	63,0	6,5	16,1
II TR (a)	...	24,9 (5)	4,1 (4)	...

(a) Entre paréntesis, mes al que corresponde el último dato disponible, en caso de período incompleto.

Fuente: INE, DGA, DGT y BE.

El aumento en la matriculación de vehículos de carga en el primer trimestre del año, del 56%; el crecimiento de los componentes del Índice de Producción Industrial relativos a maquinaria y material de transporte en el período enero-abril, muy superiores a los alcanzados por el índice general; y, especialmente, la tasa de avance de la importación de bienes de equipo en el primer semestre, próxima al 50% —tégase en cuenta que, en 1986, la importación de bienes de equipo era, aproximadamente, la mitad de la cifra de inversión en capital fijo—, son exponentes de la dinámica de este sector en el año actual.

Aunque los datos disponibles sobre la ejecución del presupuesto de las Administraciones Públicas relativo a la inversión son muy parciales y poco significativos, refuerzan, en todo caso, la impresión de que está contribuyendo también a la recuperación de la inversión global de la economía, en línea con lo que sugieren las cifras relativas a licitaciones oficiales ya comentadas.

Puede decirse, por tanto, que si bien el crecimiento de la demanda nacional de la economía española en el primer semestre del año 1987 ha sido generalizado, destaca, como hecho más significativo, el fuerte incremento de la inversión en bienes de equipo. Es evidente la importancia que tiene, para el crecimiento potencial de la economía y su capacidad de generación de empleo, el sostenimiento, por segundo año consecutivo, de una tasa de inversión real tan elevada. La infrutilización de recursos productivos que sugiere la alta tasa de paro de la economía española sólo puede valorarse en relación con la insuficiencia del equipo capital disponible, tras el deterioro de la capacidad de producción de las empresas españolas que ha tenido que suponer el largo período de retroceso de su inversión productiva real coincidente con una fase de rápida obsolescencia económica y tecnológica. Por eso, los datos sobre inversión productiva de 1986 y 1987 constituyen, sin duda, el elemento más positivo del cuadro macroeconómico descrito en la introducción a este informe, y su sostenimiento —aunque, obviamente, con tasas menos espectaculares— el desafío más importante para el futuro inmediato. Precisamente por su papel clave en las posibilidades de crecimiento a medio plazo, no resulta ocioso insistir, una vez más, en las causas que han hecho posible este desarrollo tan favorable.

El inicio de la recuperación sostenida de esta variable arranca ya del año 1985, cuando la economía española empezó a mostrar resultados positivos tras el duro período de ajuste previo, con una recuperación importante del excedente de las empresas como

resultado del retroceso de sus costes de producción, tanto laborales —debido a la moderación salarial y al crecimiento de la productividad aparente derivada del descenso del empleo— como financieros —relacionados tanto con la mayor capacidad de autofinanciación como con la caída de los tipos de interés—. Con estos condicionantes favorables, el impulso recibido por la transferencia de renta real resultante del abaratamiento del precio del petróleo en un contexto de apertura al exterior de la economía española, precisamente en un año de moderación en los precios exteriores, explica la importancia de las cifras registradas, que desbordaron ampliamente las previsiones más optimistas, si bien, con el coste inevitable de un deterioro en las corrientes reales del comercio exterior. El logro de unas tasas de inversión real como las registradas por la economía española hubiera sido imposible sin una participación sustancial de las importaciones en el proceso de equipamiento correspondiente; por ello, la coincidencia de un contexto internacional como el descrito desempeñó un papel crucial en su potenciación, sin provocar, además, tensiones en el saldo monetario de la balanza de pagos, dado el juego favorable de la relación real de intercambio y las entradas de capital extranjero registradas. De hecho, la propia inversión extranjera es un factor adicional para explicar la tasa de formación bruta de capital alcanzada.

En la explicación de la recuperación de la inversión productiva real aparecen, así, como causas determinantes, factores de oferta sustentados en una política de corrección de desequilibrios que no parece prudente quebrar con políticas expansivas de demanda de probada ineficacia en lo que a esta variable se refiere. En este sentido, el mantenimiento del control monetario, imprescindible para evitar un resurgimiento de tales desequilibrios —riesgo tanto mayor a medida que se van agotando los efectos positivos, tanto en precios, como en renta real, como en balanza de pagos, de la mejora en la relación real de intercambio— requiere que el déficit público se sitúe dentro de límites que permitan su financiación sin distorsiones en los mercados financieros y sin las consiguientes tensiones en los tipos de interés, que terminarían dañando el proceso de acumulación de capital productivo. Como se señaló antes, la información disponible sobre las Administraciones Públicas es muy parcial, y las cifras mensuales de ejecución del presupuesto presentan bruscas y fuertes oscilaciones en numerosas rúbricas, incluida la propia capacidad o necesidad de financiación del sector —aún cuando se elaboren con una metodología similar a la de la Contabilidad Nacional, más idónea para el análisis económico—. En cualquier caso, el comportamiento observado en aquellas rúbricas que muestran una relación más estable con los resultados anuales

finales del sector, evidencia ya las dificultades para que pueda lograrse, sin un esfuerzo importante en la contención del gasto, una disminución del porcentaje del déficit público sobre el PIB en 1987, a pesar de que continúa aumentando la presión fiscal.

### 2.3. Actividad productiva

La información sobre la demanda agregada de la economía descrita en los dos apartados anteriores permite estimar la tasa de crecimiento real esperada para el Producto Interior Bruto de la economía española en el año 1987, que se ha cifrado en torno al 4%.

Son pocos los datos disponibles para valorar, desde el lado de la oferta, la estimación anterior, pero todos ellos muestran, en el período correspondiente del año 1987, un comportamiento que la avala. Así, la información relativa a la evolución de las cosechas permite esperar un aumento importante en el valor añadido del sector agrario en comparación con 1986; el crecimiento del Índice de Producción Industrial, muy errático en su evolución mensual, se incrementó considerablemente en el primer trimestre, registrando, en el promedio de los cuatro primeros meses del año un incremento similar al del año pasado. Hay que señalar que las estimaciones realizadas sobre el comportamiento tendencial de este índice muestran un aumento para el promedio del año actual superior al que se produjo en 1986. En

cuanto al sector de la construcción, el consumo aparente de cemento, hasta el mes de abril, así como la propia evolución del empleo en el sector, no ofrecen dudas en su comparación con el año pasado. Finalmente, los escasísimos indicadores relativos al sector de servicios muestran un dinamismo acorde con lo previsto.

Es importante insistir que, como ya quedaba implícito al analizar la estimaciones relativas al lado de la demanda, la tasa de crecimiento prevista para el PIB en el promedio del año supone una importante desaceleración en el segundo semestre en relación con los resultados del primero.

La recuperación de la producción de la economía española se inició, como es bien sabido, en el segundo semestre del año 1985, cuando a la dinámica mostrada por el sector exterior en dicho año se añadieron los factores expansivos sobre la demanda nacional –internos y externos– ya mencionados en el apartado anterior. La propia evolución del Índice de Producción Industrial de ese período recoge este hecho con claridad. Los desplazamientos de demanda que se produjeron hacia los meses finales de 1985 aumentaron, aún más, este comportamiento y determinaron un retraimiento en la actividad en la primera mitad de 1986 que, en cualquier caso, fue menor de lo esperado. El proceso de expansión vivido por la economía española durante el segundo semestre de 1986 y primero de 1987, con tasas inter-

## 10. Indicadores de actividad

Tasas de variación

	Índice producción industrial: General	Consumo de energía eléctrica		Consumo aparente de cemento	Consumo de gas-oil de automoción	Pernoctaciones en hoteles
		Total	Usos industriales			
<b>Tasa anuales</b>						
1985/1984	2,0	3,7	2,7	1,8	6,1	-6,1
1986/1985	3,0	1,9	2,7	10,2	7,2	6,8
1987/1986 (a)	2,6 (4)	0,4 (5)	3,4 (4)	10,8 (4)	7,1 (4)	12,4 (2)
<b>Tasas respecto a igual trimestre año anterior</b>						
<b>1986</b>						
I TR	0,6	1,9	3,1	8,7	4,5	-3,5
II TR	7,3	5,6	3,5	16,5	10,4	11,1
III TR	2,6	1,2	3,4	9,0	7,5	7,6
IV TR	1,7	-1,0	1,1	6,5	6,5	8,2
<b>1987</b>						
I TR (a)	4,5	1,1	3,9	15,2	8,3	12,4 (2)
II TR (a)	-2,8(4)	-0,8 (5)	1,8 (4)	1,0 (4)	4,1 (4)	...

(a) Entre paréntesis, mes al que corresponde el último dato disponible, en caso de período incompleto.  
Fuente: INE, UNESA, OFICEMEN, DGT.

## 11. Evolución de la población activa

miles de personas

	Cifras absolutas I TR 1987	Variaciones sobre trimestre anterior			
		1984	1985	1986	1987
<b>Población mayor de 16 años</b>	<b>29.150</b>	<b>106</b>	<b>90</b>	<b>52</b>	<b>97</b>
<b>Población activa</b>	<b>13.988</b>	<b>-8</b>	<b>32</b>	<b>62</b>	<b>83</b>
Ocupados	10.887	-232	-35	27	18
<i>Asalariados</i>	7.737	-214	5	71	8
<i>No asalariados</i>	3.150	-18	-40	-44	10
Activos marginales	90	5	12	-1	-3
Parados	3.011	218	55	37	68
<b>Inactivos y servicio militar</b>	<b>15.162</b>	<b>115</b>	<b>57</b>	<b>-10</b>	<b>14</b>

FUENTE: INE (EPA censo de población de 1981).

semestrales de crecimiento real entre el 4% y el 5% implica que, aún pensando que los elementos de inercia que dicho proceso lleva consigo desaparezcan, bastarían tasas de crecimiento para la segunda mitad del año actual del orden del 2,5% —en relación con el semestre precedente—, para garantizar un incremento medio anual como el previsto.

### 3. EMPLEO

Según la Encuesta de Población Activa, durante el primer trimestre de 1987, el empleo total de la economía creció en 18.000 personas, una cifra ligeramente inferior a la que se dió en el mismo período del año anterior (27.000 personas). El intenso crecimiento que se ha producido en la población activa en el período comentado (83.000 personas) ha hecho que, a pesar del aumento del empleo, el paro haya crecido también. En el primer trimestre del año, el desempleo creció en 68.000 personas, situándose su nivel en 3.011.000, equivalente al 21,5% de la población activa.

Durante el primer trimestre del año en curso, la agricultura aumentó su nivel de empleo en 5.000 personas, lo que contrasta con el descenso de 60.000 que se produjo en el mismo trimestre del año anterior. Como contrapartida de esta evolución del empleo agrícola, el del resto de la economía, que en el primer trimestre de 1986 aumentó en 87.000 personas, en el de este año lo ha hecho solamente en 13.000. En consecuencia, el ritmo de creación de puestos de trabajo por los sectores no agrícolas se ha reducido desde 490.000 al año, en el cuarto trimestre de 1986, a 417.000 en el primero de este año.

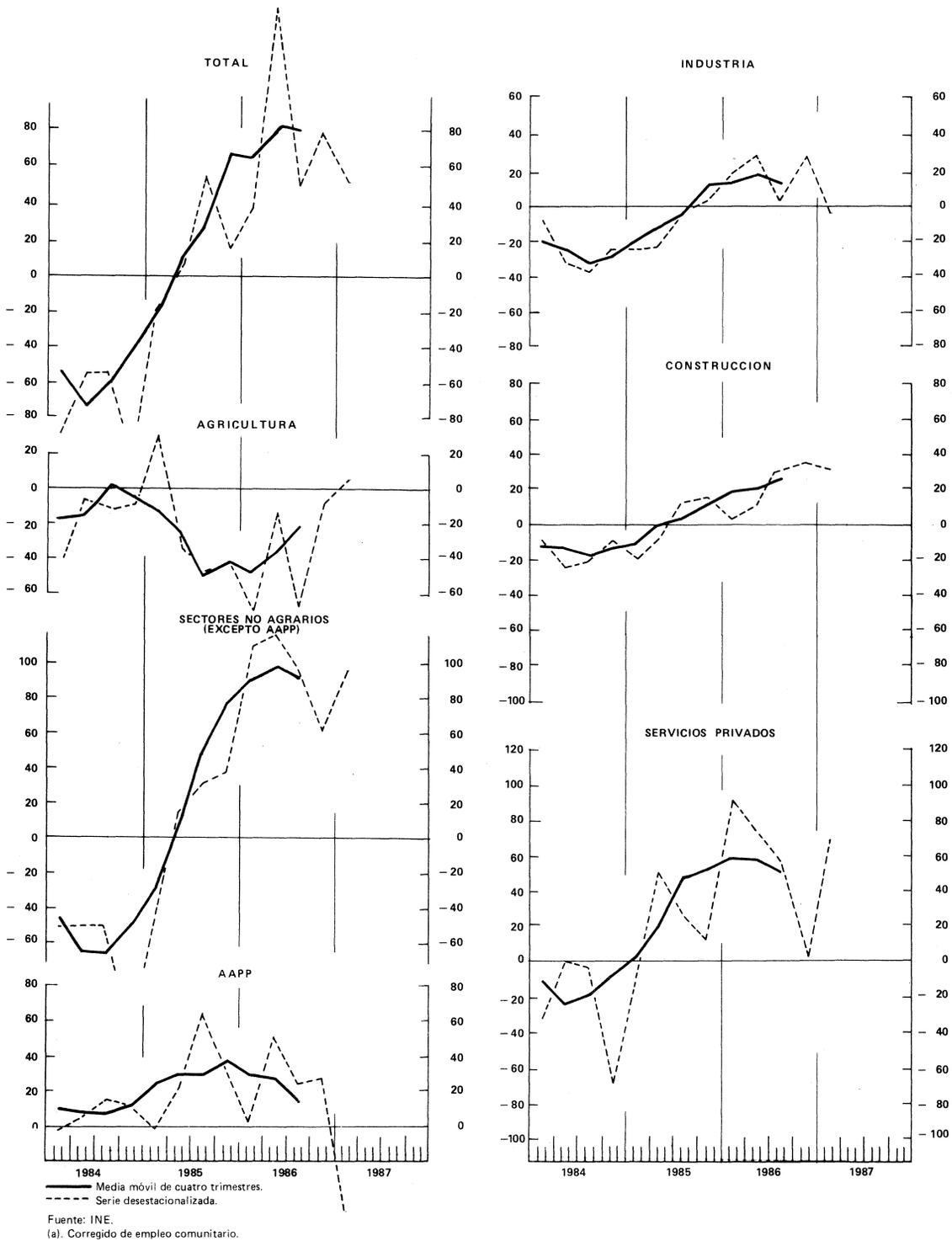
El empleo de los sectores no agrarios, excluido el de las administraciones públicas, aumentó durante el

primer trimestre en 61.000 personas (4,8% de crecimiento sobre el mismo período de 1986), lo que supone una cifra ligeramente inferior a la que se dió en el primer trimestre del año pasado. Durante los cuatro últimos trimestres, los sectores no agrarios, excluido las administraciones públicas, han creado 278.000 puestos de trabajo asalariado y 83.000 de trabajo no asalariado. Como se observa en los Gráficos 1 y 2, el crecimiento del empleo no agrario, excluido el de las administraciones públicas, que se ha venido dando desde mediados de 1985, parece haber tocado techo e iniciado una desaceleración. Ello se ha debido a que la destrucción de puestos de trabajo, aproximada por las variaciones negativas del empleo, ha vuelto a crecer mientras que la generación de los mismos, aproximada por las variaciones positivas del empleo, ha iniciado un descenso.

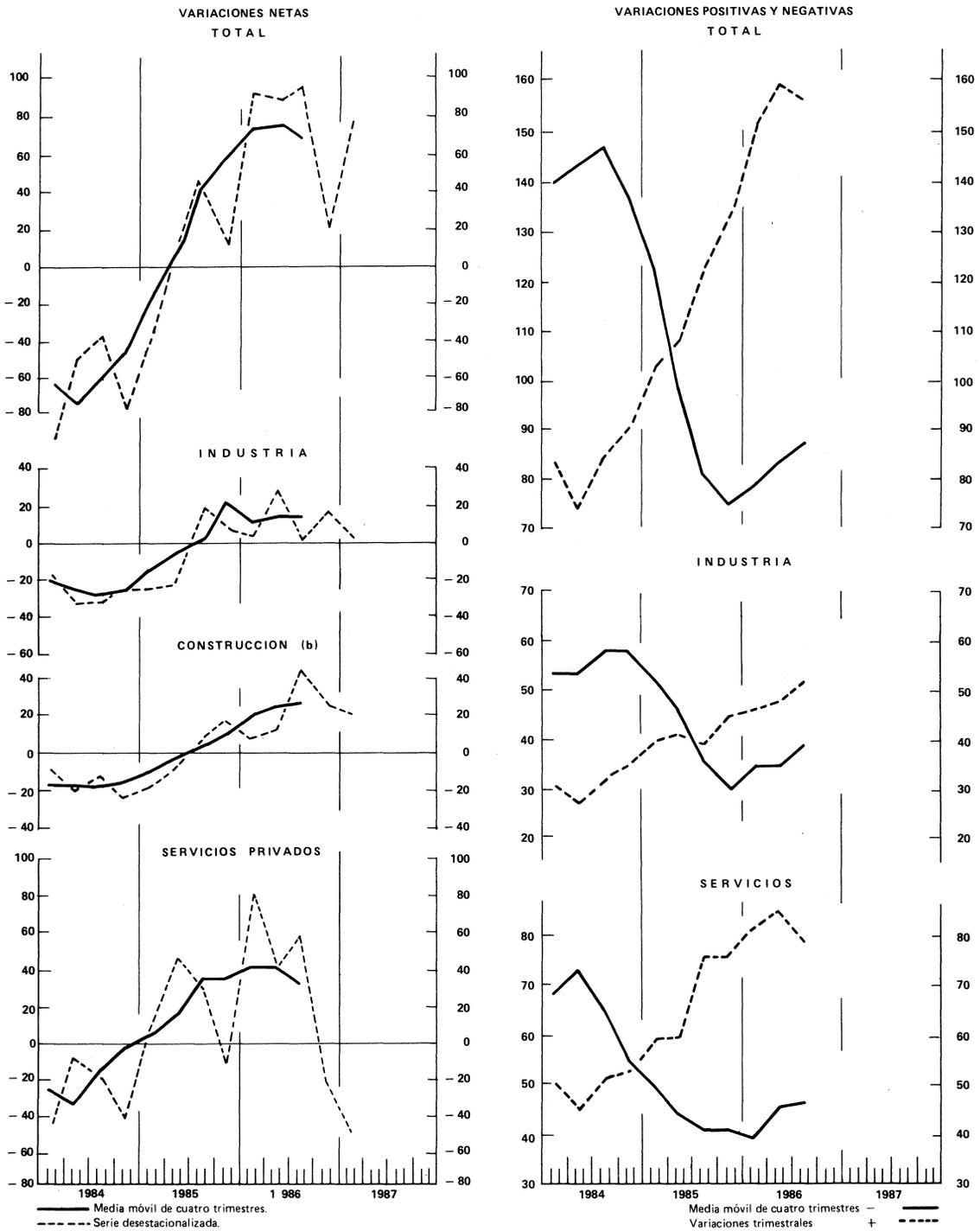
Dentro de los sectores no agrícolas, la industria ha reducido su empleo en 6.000 personas, lo que contrasta con el aumento de 16.000 que se produjo en el mismo período del año anterior. Su ritmo anual de creación de puestos de trabajo ha pasado de 72.000 personas, en el cuarto trimestre de 1986, a 52.000, en el primero de este año. Como puede observarse en el gráfico 1, esta desaceleración tiene su origen en que, aunque ha continuado creciendo la generación de puestos de trabajo en el sector, a partir de principios de 1986 ha vuelto a crecer también la destrucción de los mismos. Por subsectores, como ya viene ocurriendo en los últimos trimestres, el crecimiento del empleo se ha concentrado en el de industrias mecánicas y en las industrias manufactureras más ligadas a la demanda de consumo, como textil, calzado, madera y otros.

Durante el período comentado, el empleo de la construcción descendió en 3.000 personas, lo que es un buen resultado en un trimestre en el que estacio-

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



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



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

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

nalmente se suelen producir fuertes descensos en la ocupación del sector. Durante los últimos cuatro trimestres, la construcción ha creado 108.000 puestos de trabajo netos y, como puede observarse en el gráfico 1, el ritmo de crecimiento del empleo no parece haberse reducido, al contrario de lo ocurrido en otros sectores.

Los servicios privados han continuado siendo el sector en el que se han producido los crecimientos del empleo más intensos. Durante el primer trimestre de 1987, su ocupación aumentó en 68.000 personas, lo que hace que, para el conjunto de los cuatro últimos trimestres, la creación neta de puestos de trabajo en el sector haya sido de 201.000. Por subsectores, durante el período comentado, son de destacar la reducción de 13.000 personas que se ha registrado en el de transportes y comunicaciones y el crecimiento de 57.000 producido en los otros servicios privados, subsector heterogéneo que agrupa a una serie de servicios personales (enseñanza y sanidad privadas, servicio doméstico, etc.) y a empresas.

Finalmente, las administraciones públicas han sido las principales causantes de que el crecimiento del empleo de los sectores no agrarios se haya desacelerado. Durante el primer trimestre de 1987, la ocupación del sector disminuyó en 48.000 personas, situadas prácticamente en su totalidad en los servicios generales de las administraciones públicas, en la enseñanza y la sanidad, según la EPA.

Durante el primer trimestre de 1987, el paro ha aumentado en 68.000 personas, como consecuencia de que el crecimiento de la población activa ha sido notablemente superior al del empleo. Esto tiene su origen en el crecimiento que se ha producido en la

población en edad de trabajar pero, sobre todo, en la recuperación que se está registrando en la tasa de actividad, particularmente en la de las mujeres en todos los grupos de edad y en la de los jóvenes de 20 a 24 años. La tasa de actividad de la población ha crecido una décima respecto al trimestre anterior y cuatro décimas respecto al mismo período del año anterior. Esta recuperación está relacionada con el crecimiento de la ocupación que se ha producido desde mediados de 1985. El aumento de la demanda de trabajo tiende a aumentar también la oferta del mismo. Muchos jóvenes y mujeres, que antes estaban desanimados en el convencimiento de la dificultad de encontrar un empleo, tienden ahora a incorporarse al mercado de trabajo, pasando de inactivos a activos y empujando al alza la tasa de actividad y, con ella, el nivel de paro, a pesar del crecimiento del empleo. Esto parece probarlo el hecho de que, desde el segundo trimestre de 1985, último en el que se produjeron descensos del empleo, la tasa de actividad de la población se ha recuperado desde el 47,2% que tenía en esa fecha, hasta el 48%, en el primer trimestre de este año.

Como es tradicional en los primeros trimestres de cada año, el aumento del paro no se ha situado entre aquellas personas que buscan su primera ocupación, sino entre los anteriormente ocupados. En particular, el descenso que se ha producido en el empleo de las administraciones públicas debe de ser uno de los factores fundamentales para explicar el aumento del paro en los servicios.

La evolución posterior del paro registrado, del que se dispone de datos hasta junio, muestra que esta variable ha continuado creciendo. En términos de-estacionalizados, el paro registrado era superior en el mes de junio en 58.000 al nivel que tenía a finales de 1986.

## 12. Evolución del paro

miles de personas

	Cifras absolutas I TR 1987	Variaciones sobre trimestre anterior			
		1984	1985	1986	1987
<b>Total</b>	<b>3.011</b>	<b>218</b>	<b>56</b>	<b>37</b>	<b>68</b>
Buscan primer empleo	1.203	41	-3	-3	9
Anteriormente empleados	1.808	177	58	39	58
<i>Agricultura</i>	265	53	-11	4	-5
<i>Industria</i>	459	27	21	6	7
<i>Construcción</i>	361	71	10	14	13
<i>Servicios</i>	724	27	38	15	43

FUENTE: INE (EPA censo de población de 1981).

#### 4. PRECIOS, COSTES Y RENTAS

Tras la paralización del proceso de desaceleración de los precios en 1986 —o su aceleración, si se toma como indicador el deflactor del PIB—, dicho proceso volvió a reanudarse en los últimos meses de 1986 y en el período transcurrido de 1987.

Son varios los factores que permiten explicar la caída en la tasa de inflación durante este año. En primer lugar, la desaparición de los efectos que tuvo la implantación del IVA sobre el crecimiento de los precios en 1986 provocó una brusca caída en la tasa de inflación interanual en enero de 1987, y afectará igualmente a la medición en términos de medias anuales. En segundo lugar, la caída sustancial experimentada por los precios de importación durante el año pasado ha seguido ejerciendo sus efectos beneficiosos sobre los precios en 1987, con una intensidad acrecentada por la propia importancia de la recuperación cuantitativa de las importaciones. Por último, el buen comportamiento que han mostrado los precios de los alimentos en el presente ejercicio y, en especial, los precios de los alimentos no elaborados, ha contribuido de forma importante a la moderación de los precios finales. Todo ello hace bastante probable que se cumpla el objetivo de inflación, establecido en un 5% de aumento acumulado a lo largo del año, medido sobre el índice de precios de consumo.

Este resultado no debe llevar a pensar, sin embargo, que la continuación del proceso de desaceleración de los precios vaya a ser una tarea fácil en el futuro. Hay que tener en cuenta que la ayuda de los precios exteriores, tan importante en 1986, no va a seguir indefinidamente; de hecho, los precios de importación ya se están elevando. En estas circunstancias, solo una mayor moderación de los costes internos de la economía puede proporcionar una base sólida para el descenso progresivo de la tasa de inflación.

Los precios de consumo registraron un comportamiento muy favorable en la primera mitad de 1987, desacelerándose progresivamente a lo largo de los meses transcurridos. Tras una subida máxima de 0,7 décimas en el mes de enero, las tasas intermensuales de los meses posteriores se fueron reduciendo, siendo especialmente buenas las alcanzadas en mayo y junio, -0,1 y 0,0 respectivamente, de forma que el aumento de los precios acumulado en este último mes, sobre junio del año anterior, se situó en el 4,9%, y el aumento acumulado a lo largo del primer semestre en el 1,9%. Estos resultados

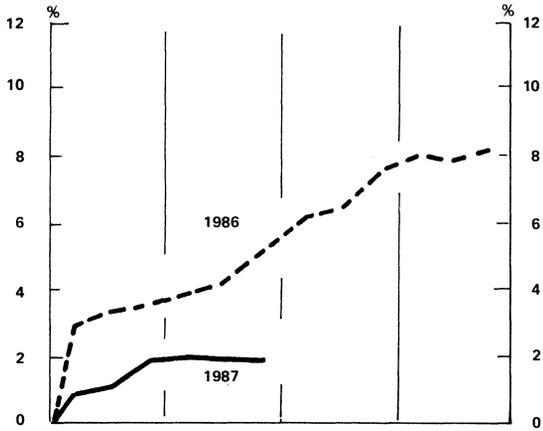
hacen bastante probable que en diciembre de 1987 se alcance el objetivo del 5% de inflación en relación a diciembre de 1986 frente al 8,3% alcanzado en el año precedente. Debe tenerse en cuenta, no obstante, al comparar las tasas de 1986 con las previstas para 1987, que las primeras están afectadas por la implantación del IVA, cuyos efectos, centrados en los tres primeros meses del aquel año, pueden cifrarse en algo más de dos puntos porcentuales.

Analizando la evolución de los distintos componentes del índice de precios se comprueba que son los precios de los productos alimenticios los que han contribuido de forma más destacada a la moderación del índice general en este año. Aunque los precios de los alimentos no elaborados han mostrado un perfil bastante irregular en los seis primeros meses de 1987, su variación acumulada hasta junio, en relación a diciembre de 1986, ha sido -2,5%. Los artículos que experimentaron los mayores descensos de precios fueron las carnes y el pescado frescos. Hay que señalar la importancia que pueden haber tenido las importaciones de estos productos en este comportamiento, al menos en el caso del pescado fresco, cuyas compras al exterior aumentaron en volumen más del 70%; en el caso de la carne también se registró un incremento de las importaciones en volumen, aunque de orden mucho menor. Otros productos, como las hortalizas frescas, experimentaron, sin embargo, fuertes subidas en el período analizado. En todo caso, al evaluar la conducta de estos precios hay que tener en cuenta su gran erraticidad (véase el gráfico 3), por lo que no cabe confiar excesivamente en su buen comportamiento futuro, aunque algunos factores objetivos, como las buenas cosechas que se esperan este año, puedan contribuir a que aquel sea favorable.

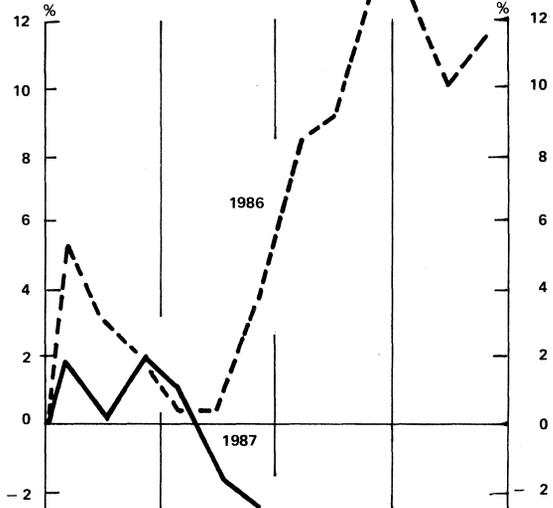
Los precios de los alimentos elaborados, mucho menos volátiles que los anteriores, fueron otro elemento moderador de los precios de consumo, registrando un crecimiento acumulado del 1,1% a lo largo del primer semestre. Este resultado contrasta con el de los primeros meses de 1986, cuando éste fue el componente más inflacionista, posiblemente por ser también el más afectado por el IVA. Sin embargo, ya en la segunda parte de ese año, los precios de los alimentos elaborados se han desacelerado bastante, y su tendencia actual permite esperar un ritmo igualmente bajo en los próximos meses. Cabe señalar que los precios al por mayor de estos bienes, medidos por el correspondiente componente del índice de precios industriales, registran un comportamiento similar al de los precios de consumo, con una variación acumulada en el primer cuatrimestre del -0,2%.

### 3. Precios de consumo

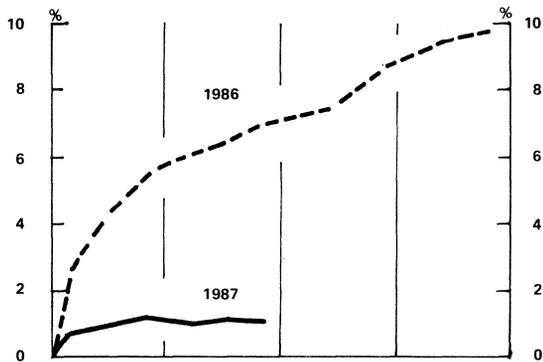
A) INDICE GENERAL



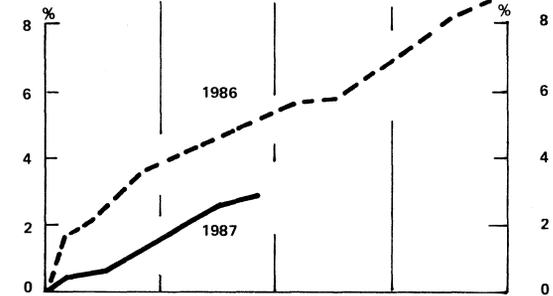
B) ALIMENTOS SIN ELABORAR



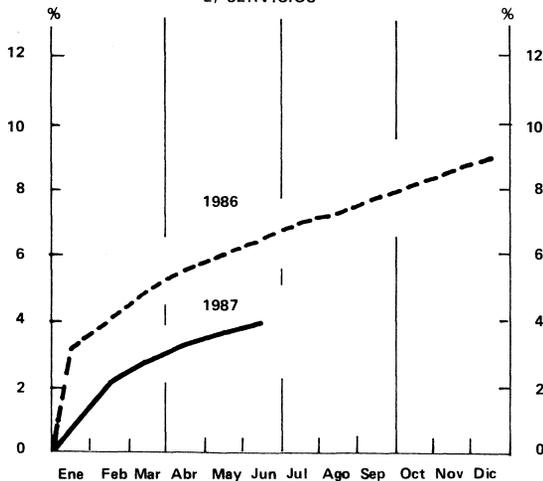
C) ALIMENTOS ELABORADOS



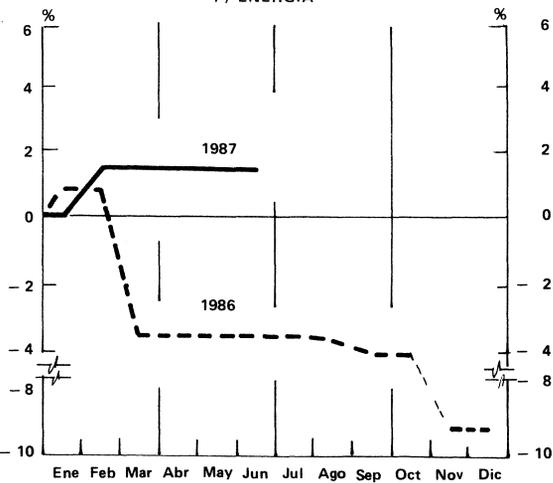
D) PRODUCTOS INDUSTRIALES NO ENERGETICOS



E) SERVICIOS



F) ENERGIA



Fuente: I.N.E.

El resto de los bienes elaborados, los industriales no energéticos, y los servicios han experimentado subidas de precios más acusadas en el período analizado. Así, el incremento acumulado de los precios de los servicios en los seis primeros meses de 1987 se ha situado en el 3,9% y el de los bienes industriales no energéticos en un 2,8%. El menor crecimiento de estos últimos puede venir motivado porque incluyen un porcentaje mayor de bienes importados. Los precios de importación, si bien están sufriendo una importante aceleración con respecto a 1986, crecen aún por debajo de los precios de los bienes interiores y, por tanto, siguen ejerciendo un efecto moderador sobre los precios finales. Este efecto moderador de los precios exteriores se ve ampliado por el rápido aumento en el grado de apertura de nuestra economía. Al margen de este efecto, los precios de consumo de los productos industriales no energéticos vienen mostrando una resistencia a la desaceleración que es reflejo de un comportamiento similar en el correspondiente componente de los precios industriales al por mayor. Estos últimos vienen registrando una inflación estabilizada por encima del 5% para las manufacturas de consumo (excluidos los productos alimenticios). Por tanto, las diferencias en el comportamiento de los precios de consumo de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no

energéticos, si bien pueden haberse visto influidas por la evolución de las importaciones, tienen una base explicativa en el comportamiento de los precios interiores al por mayor. Por lo que se refiere a los precios de los servicios, aunque registraron hasta junio la inflación acumulada más elevada entre los cinco componentes del IPC, muestran una cierta tendencia a la desaceleración.

Por último, los precios de consumo de los bienes energéticos, que experimentaron un importante descenso en 1986, subieron en febrero de este año para permanecer inalterados en los meses posteriores.

La evolución del índice de precios de consumo de los servicios y bienes elaborados no energéticos, que excluye los alimentos no elaborados y los productos energéticos, fué más inflacionista que la del índice general, alcanzando en el mes de junio una tasa acumulada del 2,9% sobre diciembre de 1986. La tasa de variación tendencial de estos precios, que es un buen indicador de la inflación subyacente de la economía, puede estimarse en torno a un 5,5%. Esta es la tasa que interesa reducir, aunque el comportamiento de los determinantes básicos en el proceso de formación de precios no permite, por el momento, ser optimistas a este respecto.

### 13. Precios agrícolas e industriales

	Índice de precios industriales (a)				Tasa de variación
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Índice de precios percibidos por los agricultores (b)
<b>1984</b>	12,2	11,2	10,1	13,4	10,1
<b>1985</b>	8,0	7,7	8,3	8,0	4,6
<b>1986</b>	0,9	5,1	6,2	-3,1	8,6
<b>1987 (c)</b>	-0,2	4,5	5,3	-4,7	6,7
<b>1985 (d)</b>					
I TR	13,4	8,0	7,4	17,0	23,3
II TR	6,1	7,3	8,2	4,9	9,8
III TR	4,9	7,4	9,8	2,8	-26,1
IV TR	4,3	6,0	7,8	3,0	18,2
<b>1986 (d)</b>					
I TR	-3,2	3,9	3,2	-10,3	3,4
II TR	0,3	3,7	5,7	-3,2	12,7
III TR	-0,2	4,7	6,7	-4,6	68,6
IV TR	-0,3	6,3	6,0	-5,7	-17,3
<b>1987 (d)</b>					
I TR	-0,8	3,2	3,4	-6,3	-19,7
II TR	-0,3	3,4	3,4	-5,2	-2,8

(a) Último dato disponible: abril de 1987.

(b) Último dato disponible: mayo de 1987.

(c) Media de los meses acumulados en el año sobre igual período del año anterior. Series originales.

(d) Tasas intertrimestrales elevadas a ritmo anual calculadas sobre series desestacionalizadas. Para trimestres incompletos, media de los tres últimos datos disponibles sobre el promedio de los tres anteriores.

Fuente: INE, Ministerio de Agricultura y BE

En efecto, durante 1986 una serie de factores excepcionales marcaron la evolución de los precios, factores que no tienen continuidad, al menos con la misma intensidad, en 1987. La caída en los precios del petróleo, la depreciación del dólar y la desaceleración general de los precios en el exterior produjeron un descenso del -15% en los precios de importación durante el pasado año. Su efecto sobre los precios interiores fué inferior al que se derivaría de una caída tan elevada debido a la absorción por el Estado de una parte de la bajada de los precios del crudo, pero, sin duda, paliaron las influencias adversas derivadas de la implantación del IVA y de la aceleración de los componentes internos de los costes. Al iniciarse 1987, la desaparición del efecto del IVA provocó, como ya se ha comentado, una caída importante en la tasa de inflación. Por otro lado, los efectos beneficiosos de la caída en los precios de importación siguen aún dejándose sentir y los precios de los alimentos no elaborados se han mostrado muy moderados. No obstante, no puede confiarse en que estos factores sigan actuando en el futuro. Los precios de los alimentos no elaborados son muy volátiles y su moderación actual puede tornarse en alzas intensas de un mes a otro. Los precios de importación, por su parte, se están acelerando. A ello contribuyen las subidas que están experimentando los precios del petróleo y otras materias primas, la estabilidad relativa del dólar a lo largo de los meses transcurridos de este año, y, en general, un cierto rebrote de los precios en el área de los países desarrollados. Por tanto, no cabe esperar que los precios exteriores sigan siendo una vía de escape de las tensiones inflacionistas internas, sino que éstas tenderán a reflejarse con gran rapidez en la propia evolución de los precios finales. A este respecto, cabe señalar que si bien los costes medios de la economía se están desacelerando, esa desacelera-

ción, como se verá más adelante, no parece suficiente para garantizar un descenso continuado de la tasa de inflación subyacente desde los niveles ahora alcanzados. El estancamiento mostrado por los precios industriales al por mayor de los bienes de consumo e inversión parece confirmarlo.

El análisis de las tendencias mostradas por los precios finales en el primer semestre de 1987 permite explicar el conjunto de deflatores previsto para este año, que aparece en el cuadro 14. El deflactor del consumo privado recoge la evolución esperada para los precios de consumo, mientras que el de la formación bruta de capital crecerá, probablemente, a una tasa inferior debido al alto porcentaje de importaciones que incorpora este componente de la demanda. En todo caso, los precios de los bienes de equipo de producción interior pueden crecer a una tasa similar a la de los precios de consumo, si nos atenemos a la evolución de los precios industriales de los bienes de inversión (véase cuadro 13). En conjunto, el deflactor de la demanda nacional se estima que crecerá un 5,3%, frente al 8,3% registrado en 1986.

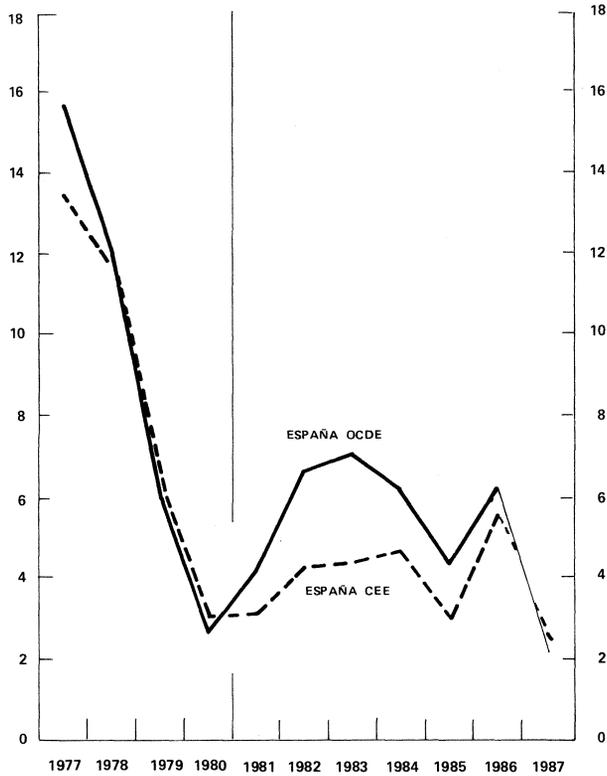
Los deflatores de las importaciones y las exportaciones reflejan los cambios señalados anteriormente en la evolución de los precios exteriores. Así el deflactor de las importaciones, que en 1986 se redujo un -15%, crecerá en 1987 alrededor del 3,5%. En cuanto al deflactor de las exportaciones, tras un descenso del -1,3% el año pasado, este año puede crecer a una tasa superior al 4%. Hay que señalar que, a pesar de la recuperación, esta tasa implica una nueva contracción de márgenes en el sector exportador puesto que, como se verá más adelante, los costes medios de la economía experimentarán este año un crecimiento superior al 5%.

14. Deflatores de la demanda y del producto (a)

	1983	1984	1985	1986	1987
Consumo privado	12,3	10,7	8,3	8,8	5,6
Consumo público	13,6	8,4	8,1	8,6	5,5
Formación bruta de capital	12,1	10,4	7,8	6,6	4,5
<b>Demanda nacional</b>	<b>12,5</b>	<b>10,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>5,3</b>
Exportaciones	16,8	12,7	6,8	-1,3	4,3
Importaciones	21,5	11,4	4,0	-14,9	3,5
<b>PIB a pm</b>	<b>11,5</b>	<b>10,6</b>	<b>8,8</b>	<b>11,5</b>	<b>5,5</b>
PRO MEMORIA:					
<b>Demanda final</b>	<b>13,2</b>	<b>10,8</b>	<b>7,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,2</b>

(a) Tasas de variación de los deflatores implícitos en pesetas del año anterior.  
FUENTE: CNE y BE.

#### 4. Diferenciales de inflación de España con la OCDE y la CEE (a)



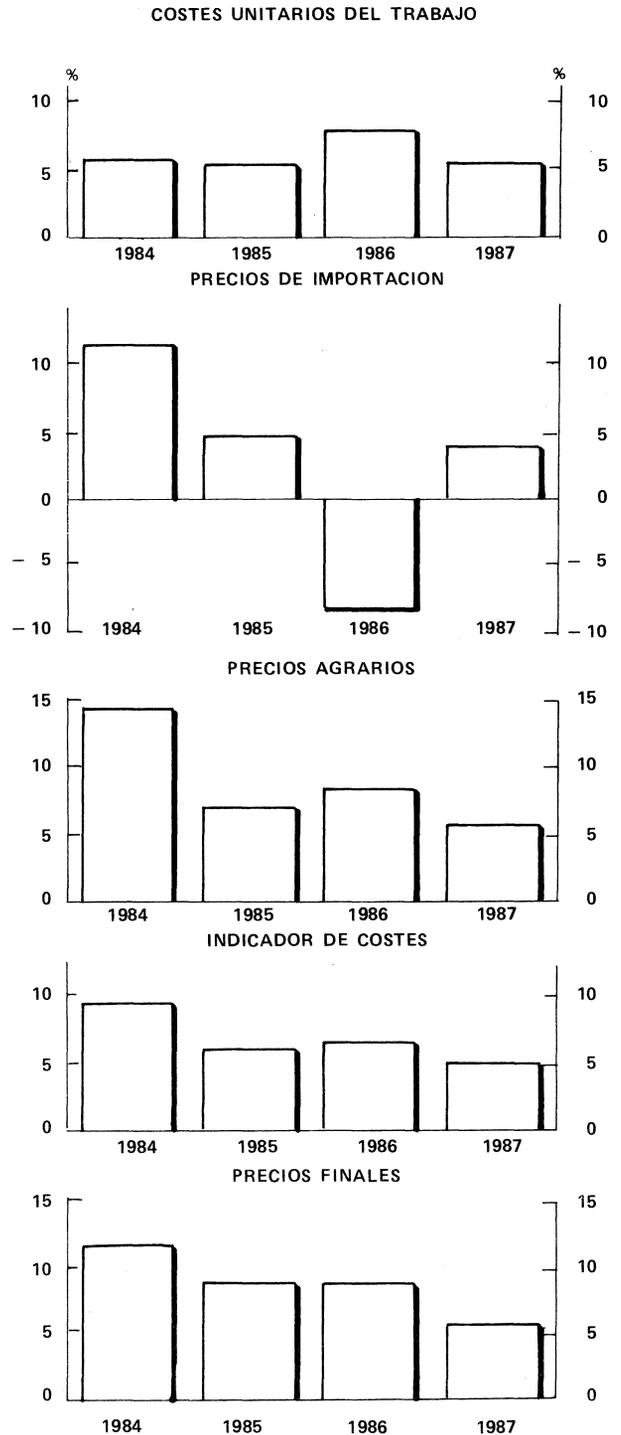
FUENTE: INE, BE y OCDE.

(a). Diferencias en la tasa media anual de inflación según los respectivos índices de precios de consumo. Previsiones para 1987 en términos de deflatores del consumo privado.

En 1986, el especial comportamiento de los precios de importación provocó la apertura de un importante diferencial entre el aumento del deflactor de la demanda nacional y el del deflactor del PIB, que se elevó un 11,5%. En 1987, sin embargo, la aceleración experimentada por los precios de importación lleva a pronosticar un cierre del diferencial, de forma que el deflactor del PIB crecerá en torno a un 5,5%. Esta tasa, escasamente superior a la que se prevé para los costes medios de la economía, será difícil de mejorar si dichos costes medios no se desaceleran, lo que solo será posible si crecen menos los componentes internos de los costes, en especial los laborales.

Las previsiones de desaceleración de los precios en 1987, junto con la aceleración esperada tanto en la OCDE como en la CEE, permitirán un descenso en el diferencial de inflación frente a dichas áreas geográficas, tras el deterioro sufrido en 1986. En el gráfico 4 aparecen los diferenciales medidos en términos de las tasas medias de variación de los precios de consumo.

#### 5. Precios y costes



Fuente: INE y BE.

### 15. Indicadores salariales (Ø) (a)

	Ganancia media por hora	Ganancia media por persona	Salarios pactados en convenios (b)	Jornales agrícolas	Coste salarial en la construcción
<b>1983</b> Ø	15,2	13,7	11,4	9,0	12,3
<b>1984</b> Ø	12,4	9,9	7,8	8,8	10,6
<b>1985</b> Ø	9,8	9,3	7,4	9,2	7,4
<b>1986</b> Ø	10,5	10,9	8,1	8,0	9,4
<b>1987</b> Ø	7,0 (d)	7,3 (d)	6,7 (c)	8,5 (d)	4,0 (e)
<b>1985</b>					
I TR	12,7	9,6	7,4	7,6	7,4
II TR	11,3	9,7	7,5	9,3	7,6
III TR	7,8	8,5	7,5	9,8	7,4
IV TR	7,6	9,3	7,9	10,2	7,2
<b>1986</b>					
I TR	12,7	10,2	8,2	9,1	9,3
II TR	7,9	10,8	8,2	7,4	9,5
III TR	11,1	12,5	7,3	7,8	9,4
IV TR	10,4	10,1	6,5	7,8	9,4
<b>1987</b>					
I TR	6,5	7,4	7,0	8,5	4,0 (e)
II TR	7,5 (d)	7,2 (d)	5,7 (c)	8,4 (d)	...

(a) Las tasas de variación trimestrales están calculadas sobre el mismo trimestre del año anterior. Para trimestres incompletos, tasa de los tres últimos meses disponibles sobre el mismo período del año anterior.

(b) Media ponderada de los incrementos salariales pactados en cada período (año, trimestre, parte de un trimestre). Ponderación según el número de trabajadores afectados.

(c) Último dato disponible: junio. Miles de trabajadores incluidos a lo largo de los seis meses: 2.061,7.

(d) Último dato disponible: mayo.

(e) Último dato disponible: marzo.

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

Tras un largo período de descenso en su tasa de variación, en 1986 los costes medios de la economía experimentaron una aceleración, que tuvo su origen tanto en el componente laboral de los costes como en el fuerte impacto alcista de la implantación del IVA. Los menores precios de importación no pudieron sino moderar el efecto adverso de los factores internos. En 1987 esos mismos componentes internos están permitiendo un retorno a tasas más moderadas de crecimiento de los costes. El problema sigue siendo, no obstante, como ya se ha señalado, si ese movimiento es suficiente para garantizar nuevas reducciones de la tasa de inflación.

Por lo que se refiere a los costes laborales, todos los indicadores disponibles señalan un menor crecimiento que el registrado en 1986. Los salarios pactados en convenio hasta junio de 1987 incorporan un incremento medio del 6,7%, frente al 8,1% alcanzado el año pasado. Aunque los datos para 1987 se refieren a un colectivo aún reducido de trabajadores, dos millones, no es de esperar que en los próximos meses los resultados cambien sustancialmente. Probablemente, la incertidumbre creada en torno a la posible firma de un acuerdo social para regular las subidas salariales, que al final no llegó a realizarse,

retrasó la firma de convenios en los primeros meses del año. A ese 6,7% pactado en convenio habrá que añadir el efecto, no muy importante, de la cláusula de revisión salarial que entró en vigor en diciembre de 1986.

Los datos de la encuesta de salarios revelan también aumentos menores en 1987 que los alcanzados en 1986. Así, el crecimiento de la ganancia media por hora en los meses de marzo a mayo, sobre igual período del año anterior, último dato conocido, se situó en el 7,5%, y el de la ganancia media por persona en el 7,2%, frente a los incrementos del 10,5% y del 10,9%, respectivamente, alcanzados, en promedio, en 1986. Los salarios agrícolas presentan una evolución más alcista, pues crecieron un 8,5% en el período enero-mayo de 1987, sobre enero-mayo de 1986, mientras que el coste salarial en la construcción creció tan solo un 4,0% en el primer trimestre en relación a igual trimestre del año anterior. En conjunto, y suponiendo una nueva desaceleración de las cotizaciones sociales por persona según se desprende de los datos conocidos de ejecución presupuestaria y del crecimiento esperado en el número de asalariados, el coste laboral por persona en el sector privado de la economía puede crecer un 8% en 1987, frente al 9,3% registrado en 1986.

Los datos disponibles sobre evolución de la masa salarial de las Administraciones Públicas en los cinco primeros meses del año permiten situar su crecimiento en 1987 alrededor del 10%. Con ello, la remuneración de los asalariados en el conjunto de la economía podría crecer en torno a un 10,5%, una importante desaceleración en relación al 13,6% alcanzado en 1986, desaceleración derivada de un menor crecimiento en el número de asalariados -2,5% frente a 3,9% el año pasado- y de un avance más moderado del coste laboral por persona -7,8% frente a 9,3% en 1986-.

Si se combina este menor crecimiento en el coste laboral por persona con la mejora prevista en el ritmo de avance de la productividad, consecuencia del mayor nivel de actividad, la caída en la tasa de crecimiento del coste unitario del trabajo se sitúa en 2,5 puntos, pasando de un 7,7% en 1986 al 5,3% previsto para 1987.

Frente a esta desaceleración de los costes salariales, los bienes importados incorporados al proceso productivo sufrirán un encarecimiento, ya comentado en párrafos anteriores. De esta forma, frente a la contribución negativa de los precios de importación al crecimiento de los costes medios en la economía en 1986, dicha aportación será positiva, en torno a 0,5 puntos, en el presente año.

Por último, los precios de los productos agrícolas y los impuestos indirectos, factores que contribuyeron en mayor o menor medida a la aceleración de costes entre 1985 y 1986, tendrán este año un comportamiento moderador. La importante aportación al crecimiento de los costes que tuvieron los impuestos indirectos en 1986, en torno a 1,5 puntos, derivada de la implantación del IVA, será este año inferior a los 0,5 puntos.

En conjunto, se prevé que los costes medios crecerán en 1987 un 5,3%, frente al 6,6% estimado para 1986. Esta desaceleración, muy importante sin duda, es sin embargo, inferior a la registrada por los precios finales. Si medimos éstos por el deflactor del consumo privado, los precios pasan de crecer un 8,8% en 1986 a hacerlo un 5,6% en este año. Se registra así un importante cierre del diferencial entre precios y costes que quedaría reducido, según las previsiones aquí presentadas, a 0,3 puntos. Ello implica un crecimiento prácticamente nulo de los márgenes empresariales, siendo dudoso que tal situación pueda mantenerse a medio plazo. Es preciso, pues, reforzar las bases para una menor inflación con una nueva moderación de los costes en la economía.

## 5. DESEQUILIBRIOS FINANCIEROS Y POLITICA MONETARIA

En los cinco primeros meses de 1987, la economía española experimentó cambios muy acusados en los flujos financieros que cubren los desfases entre el ahorro y la inversión de los distintos sectores, como consecuencia de las transformaciones en los ritmos de actividad interior y en los intercambios con el exterior detallados en los epígrafes anteriores. En el cuadro 16 se presenta una estimación muy provisional de dichos flujos. En él puede observarse que entre enero y mayo de 1987 la economía española registró un excedente global de 41 m.m. positivo, pero muy inferior al alcanzado en igual período del año anterior (265 m.m.). Este descenso pone de manifiesto el rápido deterioro experimentado por el superávit corriente con el exterior. Hay que tener presente, no obstante, que la financiación neta concedida al resto del mundo en el mismo período de 1986 refleja la brusca mejora en la relación real de intercambio registrada en aquellos momentos (1). La ganancia de renta inducida por este hecho ha seguido pesando en 1987, ya que el descenso de los precios de la energía ha tardado tiempo en ser absorbido por el sector privado, en parte, por una política de precios que ha tendido a dilatar su traslación hacia las empresas y familias y, en parte, como consecuencia de una política de tipo de cambio que ha pretendido evitar una apreciación excesiva de la peseta.

En este sentido, la existencia de una ligera capacidad neta de financiación de la economía española en el período enero-mayo de 1987 es el resultado de dos fuerzas contrapuestas: por un lado, en sentido positivo, de los últimos efectos de la mejora en la relación real de intercambio; por otro, y en sentido negativo, del deterioro de las corrientes comerciales como consecuencia de un crecimiento de la demanda interna superior al crecimiento del PIB. Por ello, quizás el aspecto más relevante de las cifras expuestas en el cuadro 16 sea la tendencia a la rápida reducción del excedente global de la economía más que el signo positivo del préstamo neto concedido al resto del mundo.

La necesidad de financiación del Estado, que en el período considerado fue de 636 m.m., presenta una evolución muy similar a la alcanzada en 1986 (2). Tal

(1) Como ya se ha comentado en este boletín, las cifras del registro de caja correspondientes a los cinco primeros meses de 1986, están afectadas, asimismo, por fenómenos de desfases en cobros y pagos como resultado de la incorporación de España a la CEE.

(2) Expresada en términos de caja.

## 16. Estimación de la capacidad neta (+) de financiación

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>1. Excedente global de la economía (a)</b>	<b>207</b>	<b>31</b>	<b>265</b>	<b>41</b>
<b>2. Estado (b) y (c)</b>	<b>-510</b>	<b>-459</b>	<b>-646</b>	<b>-636</b>
<b>3. Sector privado (b) y (d)</b>	<b>681</b>	<b>452</b>	<b>844</b>	<b>576</b>
Variación de activos	742	979	1.051	1.455
Variación de pasivos	61	527	207	879
<b>4. Otros no identificados (e)</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>67</b>	<b>101</b>

- (a) Según registro de caja.  
 (b) Contrapartida de flujos financieros identificados.  
 (c) Véase detalle en el cuadro 23.  
 (d) Véase detalle en el cuadro 25.  
 (e) Excedente de las instituciones financieras, de otros organismos de las administraciones públicas diferentes del Estado, cuentas restringidas de recaudación, flujos financieros no identificados y discrepancias estadísticas, entre las que se destacan las relacionadas con la contabilización de los instrumentos emitidos a descuento por su importe efectivo (sector público) o nominal (sector privado). Este dato se ha obtenido por diferencia, a partir de la identidad  $1 = 2 + 3 + 4$ .

como se expone más adelante, ello fue el resultado de un fuerte aumento tanto de los pagos como de los cobros del Estado, aunque hay que destacar que el fuerte crecimiento de estos últimos se debió parcialmente al adelanto en la recaudación de determinadas figuras impositivas. En los cinco primeros meses de 1987, se registró, asimismo, una reducción de la capacidad de financiación del sector privado en comparación con igual período de 1986, pasando de 844 m.m. a 576 m.m.. Esta disminución fue el resultado de un fuerte aumento de los pasivos financieros del sector y, en menor medida, de los activos. En ambos casos, los mayores crecimientos se produjeron en los flujos de financiación intermediados por las instituciones financieras: crédito interno al sector privado, en el caso de los pasivos, y ALP (excepto pagarés del Tesoro en firme), en el caso de los activos.

Pese a la provisionalidad de estas cifras, los datos ponen de manifiesto un notable descenso del superavit de la balanza corriente, una acusada erosión del excedente financiero del sector privado y, sobre todo, un crecimiento espectacular de la financiación bruta recibida por este último sector, que terminó forzando una expansión muy aguda de sus activos financieros —básicamente de los activos líquidos en manos del público—, ante el mantenimiento de la financiación recibida por el Estado. A la vista de dicha aceleración en el crecimiento de los activos de las fa-

milias y empresas, las autoridades decidieron no permitir una evolución que sentaba las bases de futuros desequilibrios, y trataron de limitar su ritmo de avance, reconduciendo la expansión de los agregados hacia zonas más acordes con un crecimiento equilibrado y sostenido de la economía española a plazo medio. Como posteriormente se detallará, esta actuación supuso aceptar un crecimiento de las magnitudes monetarias superior al previsto, y, al mismo tiempo, endurecer los mercados monetarios, de manera que dicha aceleración no se consolidara en tasas de avance de los agregados monetarios y de liquidez capaces de financiar un crecimiento del gasto nominal tan desbordado que terminara manifestándose en futuros desequilibrios de precios y de la balanza de pagos.

En efecto, para 1987 se estableció como objetivo monetario un crecimiento de los ALP comprendido en una banda entre el 6,5% y el 9,5%, con una senda central del 8%. Estos objetivos tenían como magnitudes de referencia una previsión de crecimiento real del PIB del 3,0% al 3,5%, y un crecimiento de los precios del 5%, medido por la variación acumulada del IPC en diciembre. Estos objetivos incorporaban un supuesto de moderado descenso en la demanda de ALP, que debería ser acompañado de un movimiento similar en la oferta, con el fin de no practicar una política monetaria excesivamente holgada, tal como se pensaba que había ocurrido en los últimos meses de 1986. Si este diagnóstico era acertado y si la política monetaria conseguía sus objetivos, el resultado sería un aumento en la velocidad de circulación de los ALP por segundo año consecutivo, rompiéndose, así, la tendencia a la baja que esta variable había experimentado entre 1978 y 1985.

Existían razones para esperar tanto un aumento como una disminución de la demanda de ALP en 1987, pero se pensaba que las segundas iban a predominar sobre las primeras. Entre los motivos que favorecerían un aumento en la demanda de ALP cabe citar: la liberalización —entonces hipotética— de los tipos de interés de las cuentas bancarias aún reguladas; la promulgación, a finales de 1986, de nuevas normas legales que dificultaban la opacidad fiscal de las operaciones de seguro con prima única, en su mayor parte no incluidas en los ALP; y por último, la supresión de la desgravación fiscal en la suscripción de títulos de renta fija, y la reducción de la correspondiente a los títulos de renta variable.

Por el contrario, los principales argumentos que justificaban un descenso en la demanda de ALP eran: la previsible revitalización del mercado de pagarés de empresa y otros instrumentos financieros similares que incorporaban una desintermediación

del sistema bancario; el esperado mantenimiento en fuertes niveles de actividad del mercado inmobiliario y del mercado bursátil; y, especialmente, la masiva colocación de títulos de deuda pública a medio y largo plazo entre el público, favorecida por la creación de un activo mercado secundario en torno al sistema de anotaciones en cuenta, y por la filtración hacia el sector privado no financiero de los fuertes excedentes en la cartera de deuda del sistema bancario. A la hora de ponderar los fenómenos anteriormente descritos, se asignó un peso particularmente importante a este último, de modo que la previsión sobre evolución de la demanda de ALP quedó íntimamente ligada a la oferta de instrumentos financieros emitidos por el Estado, y, por tanto, a la política de financiación del déficit público.

Conjugando la expansión de los ALP con las previsiones sobre evolución de la balanza de pagos y financiación del sector público, se obtenía un crecimiento del 10% para la financiación del sector público a través del sistema crediticio y los mercados monetarios y, por residuo, un margen del 7,5% para el aumento del crédito interno al sector privado.

Al cierre del primer semestre, la evolución observada de las principales magnitudes monetarias y crediticias dista ampliamente de los objetivos y previsiones: los ALP han crecido un 13,7% entre enero y junio, en tasa anual (véase cuadro 17); el crédito interno al sector público ha aumentado un 12%, y un 13% el crédito interno al sector privado. Adicional-

mente, el sector exterior ha tenido un comportamiento bastante más expansivo de lo esperado. En resumen: tanto los ALP como todas sus principales contrapartidas han mostrado un crecimiento notablemente superior al previsto, a pesar de que el Banco de España impuso una fuerte elevación en los tipos de interés practicados en los mercados de activos de caja.

El desbordamiento del ritmo de expansión de los ALP en este período parece asentarse tanto en fenómenos puramente financieros como en fenómenos reales. En el aspecto financiero, las hipótesis sobre las que se basaba la programación monetaria para 1987 han resultado bastante alejadas de lo efectivamente ocurrido en la primera mitad del año. Hay bastantes indicios de que no ha tenido lugar el esperado descenso en la demanda de ALP, sino que, por el contrario, ha podido producirse cierto aumento de la preferencia del público por los instrumentos financieros líquidos incluidos en este agregado. El aumento en la demanda de ALP guarda relación tanto con factores de oferta (disponibilidad) de instrumentos financieros como con la evolución de los rendimientos relativos de los activos propios y ajenos a ALP, así como con la mezcla de políticas adoptadas en el período. Aunque no es fácil establecer relaciones de causalidad entre políticas y evoluciones simultáneas, parece que la política monetaria instrumentada, en combinación con las restricciones procedentes de otras áreas de la política económica, ha podido alentar, en parte, desplaza-

### 17. Agregados monetarios (Ø) (\*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T <sub>1</sub> ) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
		JUN (p)	ABR	MAY	JUN (p)	ABR	MAY
<b>Activos líquidos en manos del público (ALP)</b>	<b>30.170</b>	<b>16,0</b>	<b>13,4</b>	<b>11,6</b>	<b>14,3</b>	<b>14,1</b>	<b>13,7</b>
Disponibilidades líquidas (M <sub>3</sub> )	23,220	7,6	8,6	13,6	7,1	7,4	8,4
<i>Efectivo</i>	2,447	20,7	13,3	11,8	13,9	13,7	13,4
<i>Depósitos de la banca</i>	10,573	2,4	3,5	15,0	3,0	3,1	5,0
<i>Depósitos de las cajas</i>	8,962	11,7	11,9	13,3	11,0	11,2	11,6
<i>Otros depósitos (a)</i>	1,238	1,3	20,9	6,7	2,6	6,0	6,1
Otros activos líquidos	6,950	49,9	31,0	5,4	44,0	41,3	34,6
<i>Pagarés del Tesoro (b)</i>	3,633	12,2	-4,1	-20,5	25,4	18,8	11,1
<i>Otros activos (c)</i>	3,317	115,6	89,5	44,8	72,1	75,4	69,9

(a) Banco de España y cooperativas.

(b) Adquiridos en firme o temporalmente.

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

(p) Provisional.

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

mientos en las carteras del público hacia los activos líquidos. Una política monetaria relativamente restrictiva —que ocasionó elevaciones de los tipos de interés a corto plazo—, conjugada con una política de financiación del déficit público preocupada por el abaratamiento del coste de financiación, dificultó el esperado trasvase del público hacia deuda a medio y largo plazo adquirida en firme —que se contabiliza fuera del agregado objeto de control—, alterando radicalmente las previsiones sobre las que se asentaba la programación monetaria.

Cabe, incluso, apuntar la posibilidad de que las elevaciones de los tipos de intervención del Banco de España se hayan trasladado en mayor medida a los tipos de interés propios de ALP que a los tipos de instrumentos ajenos a este agregado, causando un efecto inicial inverso al deseado, a causa de las arraigadas perspectivas de descenso de los tipos de interés nominales a largo plazo. Esta distorsión de la curva de rendimientos paralizó la expansión de los mercados financieros que se consideraban destino de los fondos situados dentro del agregado monetario.

Por lo que se refiere a los fenómenos reales que han producido un aumento en el ritmo de expansión de los ALP, hay que destacar el fuerte incremento experimentado por el gasto nominal de la economía española en este período. Ante fenómenos de este tipo, la política monetaria se enfrenta siempre a la incertidumbre de descomponer su componente real de su componente inflacionista. Para el período considerado, tanto los indicadores de actividad como la evolución del ritmo de inflación —que fue preocupante en los primeros meses del año, pero que ha mejorado sustancialmente en el segundo trimestre— permiten pensar que el mayor crecimiento nominal, tanto de la demanda como de la producción, ha sido reflejo de un avance llamativo del componente real de estas magnitudes, mientras que el crecimiento de los precios ha sido similar al inicialmente previsto.

A la vista de estos cambios en las variables relevantes a la hora de evaluar la idoneidad de los objetivos monetarios, las autoridades aceptaron financiar un ritmo nominal de aumento de la actividad superior al inicialmente previsto, y permitieron que los agregados monetarios crecieran en el primer semestre del año a tasas medias situadas en el entorno del 14%. Sin embargo, las autoridades no se mostraron dispuestas a que los impulsos expansivos fueran desbocándose en aceleraciones insostenibles y, a partir del mes de marzo, endurecieron las condiciones monetarias, tratando de reconducir la expansión de los agregados hacia ritmos compatibles con situaciones de equilibrio a plazo medio.

Si se analiza por componentes el crecimiento de los ALP en el primer semestre de 1987, el 13,7% de expansión del agregado se desglosa, por una parte, en un crecimiento bastante uniforme de ciertos componentes (efectivo en manos del público, depósitos en las cajas, pagarés del Tesoro —que crecieron intensamente hasta abril, y descendieron en mayo y junio— y empréstitos, todos ellos entre el 11% y el 13% de tasa de expansión) y, por otra, en un fuerte aumento de operaciones "atípicas" de la banca —cesiones temporales de deuda pública, cuyo saldo aumentó en 434 m.m.—, que compensó ampliamente el moderado ritmo de aumento de los depósitos en estas instituciones (5%). La suma de depósitos y cesiones de deuda de la banca creció a un ritmo del 13,6%. Por último, cabe destacar la fuerte expansión del saldo de operaciones de seguro de las cajas (190 m.m.) que, en contra de lo esperado, no se han visto afectadas por las normas legales relativas a la transparencia fiscal de estas operaciones. La suma de depósitos y operaciones de seguro de las cajas creció un 15% en el período enero—junio.

Comenzó el año con un crecimiento de los ALP en enero del 8,8%, aproximadamente coincidente con el objetivo anual, en un contexto de ligera subida de los tipos de interés de los préstamos de regulación monetaria. En febrero, tuvo lugar una fuerte aceleración del ritmo de expansión de los ALP (17,8%, en  $T_1$ ), asociado a un notable aumento de las necesidades de financiación del sector público y, especialmente, del crédito interno al sector privado, que creció un 24% en dicho mes. El Banco de España practicó a lo largo del mes pequeñas elevaciones de los tipos de interés, aceptando fuertes desviaciones en los activos de caja respecto a los objetivos establecidos. Esta política de prudencia encontraba argumentos en la inconveniencia de una reacción excesivamente brusca ante desviaciones que podían ser transitorias, máxime en un mes que —a juzgar por las elevadas tasas alcanzadas en los tres años anteriores— parecía estar afectado por un cambio en las pautas estacionales insuficientemente corregido por los mecanismos de ajuste utilizados. No obstante, ante la magnitud de las desviaciones, en los últimos días de febrero, el Banco de España decidió elevar los tipos de interés de sus préstamos, al tiempo que volvía a ofrecer, después de varios meses, pagarés del Tesoro de su cartera, a un tipo del 12%, muy superior al 8% practicado en la emisión.

Las suaves elevaciones de los tipos de interés iban a revelarse rápidamente insuficientes ante la fuerte inercia expansiva de las magnitudes monetarias. Los ALP crecieron un 15,5%, en media, entre marzo y abril, y el Banco de España no consiguió una aproxi-

mación a los objetivos, a pesar de la firmeza de algunas de las medidas adoptadas en este período.

La evidencia disponible permite pensar que la contribución del crédito interno al sector público al crecimiento de los ALP fue, en marzo y abril, muy moderada. Por el contrario, el crédito al sector privado, tras la fuerte aceleración que experimentó en febrero, mantuvo en marzo y abril un ritmo de expansión del 11,5%, muy superior al que, en los presupuestos monetarios, se consideraba compatible con un crecimiento de los ALP del 8%. Por último, los activos netos del sistema crediticio frente al sector exterior, que en enero y febrero habían tenido un efecto globalmente contractivo (ya que el aumento de las reservas centrales se había compensado por la disminución de la posición de las entidades delegadas y el aumento de los pasivos del sistema crediticio frente al exterior), comenzaron a aumentar a un ritmo creciente en marzo y abril, meses en los que el fuerte aumento de reservas centrales superó el efecto negativo de otros activos netos del sistema crediticio frente al sector exterior.

En este período, toda una serie de indicadores apoyaban la conjetura de que la aceleración del ritmo de crecimiento de los ALP respondía a un fuerte aumento de la demanda de gasto nominal de la economía. Entre ellos, la mayor parte de los relacionados con el consumo y las importaciones, así como la propia evolución de la demanda privada de crédito, que crecía con especial intensidad en su componente ligado al consumo. El diagnóstico de las causas de un crecimiento monetario tan alejado de los objetivos era sustancialmente distinto del realizado en igual período de 1986: si en el pasado año había una clara evidencia de fuertes ajustes de cartera entre el público, asociados al período de prórroga de la ley sobre fiscalidad de determinados activos financieros, en los primeros meses de 1987, los indicios que comenzaban a apuntar a un desplazamiento al alza en la demanda de ALP no justificaban plenamente la magnitud de las desviaciones que estaban produciéndose. Por el contrario, el contexto en el que estaba registrándose la aceleración del ritmo de crecimiento de los ALP guardaba una relación más intensa con el fuerte aumento de la demanda interna, que estaba traduciéndose en un rápido deterioro de los intercambios comerciales con el exterior, y que podía acabar alimentando presiones inflacionistas a medio plazo.

En consecuencia, el Banco de España decidió actuar con el rigor necesario para impedir el desbordamiento de las magnitudes monetarias, y, en la segunda mitad de marzo, tras varias elevaciones de los tipos de interés, subió el coeficiente de caja del 18%

al 19%, ampliando además su base de cómputo (al incluir los incrementos de los saldos en pesetas convertibles). Se introdujo, además, una mayor flexibilidad en el manejo de los instrumentos con los que el Banco de España proporciona liquidez al sistema bancario, utilizándose con mayor discrecionalidad las subastas de préstamos de regulación monetaria, y limitándose la llamada "segunda ventanilla" a su función original de suministro de liquidez, en última instancia, a entidades que la necesitaran de una forma imprevista. Se subió el tipo de las cesiones de pagarés del Tesoro y, a lo largo del mes de abril, el tipo marginal de los préstamos de regulación monetaria experimentó un alza de 3,6 puntos, hasta situarse cerca del 18%. La subida de los tipos de interés fue insuficiente para conseguir una reducción del ritmo de crecimiento de los ALP, de modo que, en abril, se decidió elevar nuevamente el coeficiente de caja al 19,5%, y ampliar nuevamente los pasivos computables, incluyéndose los saldos de las cuentas en pesetas convertibles y los incrementos de los pasivos netos en moneda extranjera del sistema bancario.

Los tipos de interés del mercado interbancario experimentaron, paralelamente, una fuerte subida, mayor en los plazos más cortos (véase cuadro 18). Mientras el tipo a un día evolucionaba al compás de la referencia de los préstamos del Banco de España, los tipos a más largo plazo registraron una subida más moderada, descontando unas lógicas expectativas de descenso a medio plazo, a la vista del nivel alcanzado por los tipos de interés reales. Los tipos de interés declarados por el sistema bancario, que hasta el mes de febrero apenas habían reaccionado al alza, comenzaron a subir en el mes de marzo, aunque muy moderadamente. La subida fue más fuerte en los tipos activos declarados que en los pasivos, y mayor en la banca que en las cajas. Sin embargo, hay que hacer notar que la liberalización de los tipos de interés pasivos en un entorno de fuerte competencia entre las entidades de depósito dió lugar a trasvases en el pasivo agregado del sistema crediticio hacia fórmulas y entidades que ofrecían un mayor rendimiento, de modo que la remuneración media de estos pasivos debió aumentar sustancialmente a lo largo de la primera mitad del año. En cuanto a los tipos de interés negociados en los mercados secundarios de capitales, tanto el rendimiento interno de la deuda pública como el de los títulos de renta fija emitidos por el sector privado experimentaron un significativo ascenso a partir del mes de abril.

En todo caso, las subidas de los tipos a largo plazo se produjeron con retraso y en proporción muy inferior al fuerte ascenso de los tipos a corto, hecho que,

## 18. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	1986 DIC	1987					
			Medias mensuales			Medias decenales: JUN		
			ABR	MAY	JUN	1	2	3
<b>BANCO DE ESPAÑA:</b>								
Préstamos de regulación	1 d.	11,7	17,1	19,6	19,1	19,1	—	—
Intervención con deuda	7 d.	—	12,7	15,0	17,5	—	17,5	17,5
	3 m.	—	—	—	18,1	18,5	18,0	17,8
<b>TESORO:</b>								
Subasta de pagarés	18 m.	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	—
Subasta de letras	12 m.	—	—	—	15,5	—	—	15,5
<b>INTERBANCARIO:</b>								
Depósitos y dobles	1 d.	11,4	17,0	19,8	17,1	17,3	16,8	17,3
Depósitos	3 m.	11,8	17,1	19,8	18,3	18,8	18,2	17,8
	6 m.	11,5	16,1	17,8	17,1	17,3	17,2	16,7
Dobles de pagarés del Tesoro	3 m.	8,0	9,7	10,9	8,2	8,3	8,1	8,1
	6 m.	7,8	9,0	10,1	8,1	8,3	8,0	8,4
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	7,8	8,1	8,5	8,2	8,3	8,1	8,1
<b>MERCADO MONETARIO BURSATIL:</b>								
Pagarés del Tesoro al vencimiento	1 a. ó más	7,7	8,3	8,9	8,2	8,3	8,1	8,2
<b>BANCARIOS:</b>								
Depósitos de la banca	1 a.	8,8	8,8	9,0	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	8,9	8,6	8,8	...	...	...	...
Crédito de la banca:								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,4	15,1	16,4	...	...	...	...
<i>A interés variable</i>		12,5	16,1	19,0	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	1 a.	14,2	15,2	16,2	...	...	...	...
Crédito de las cajas (interés fijo)	1-3 a.	14,7	14,9	15,2	...	...	...	...
<b>RENTABILIDADES BURSATILES:</b>								
Deuda pública	2 a. ó más	10,4	12,0	13,4	13,2	...	...	...
Obligaciones eléctricas	3 a. ó más	13,3	15,5	15,8	16,4	...	...	...

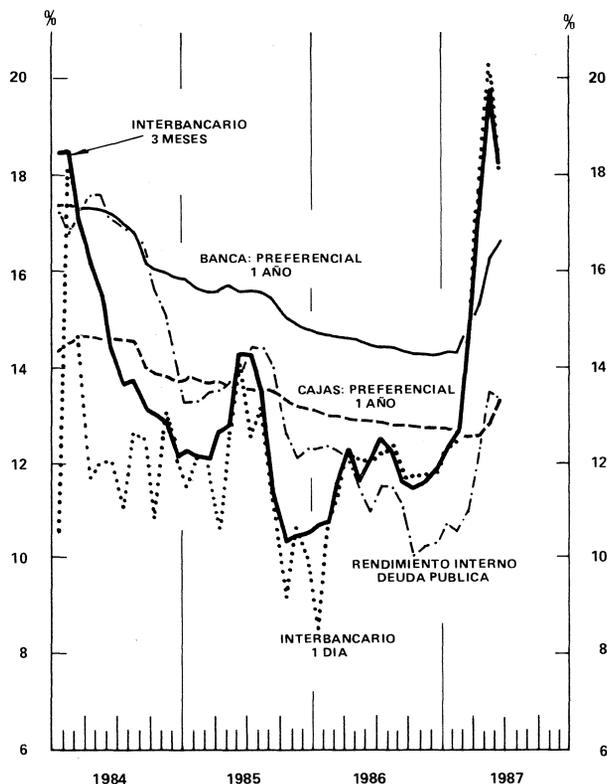
Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4.  
Boletín Estadístico, cuadros capítulos XI a XIII.

aunque guarda una evidente lógica en un contexto de elevados tipos de interés reales a corto plazo y descenso tendencial de la tasa de inflación, encubre también el hecho de que los tipos a corto y a largo plazo se miden en mercados diferentes que, en este período, han soportado distintos grados de tensión, como consecuencia de la política monetaria instrumentada (véase gráfico 6). En efecto, la evolución de la curva de rendimiento—plazo hubiera sido muy diferente si la financiación del déficit público o la estructura de la balanza de pagos hubieran discurrido por otras vías. La financiación del déficit público a través del Banco de España, —primero mediante recurso y, al final del período, mediante colocación de títulos— y la concentración sobre las reservas centrales de divisas de toda la presión expansiva del sector exterior, obligaron al Banco de España a una política restrictiva de suministro de liquidez al sistema bancario, para unos objetivos dados de activos

de caja. Todo el ajuste se concentró en el mercado de activos de caja, y se tradujo en bruscas elevaciones de los tipos de intervención del Banco de España y, por ende, de los tipos interbancarios. Si el Estado se hubiera financiado en mayor medida con emisiones de deuda, y si el carácter expansivo de la balanza básica no se hubiera visto reforzado —en su efecto sobre las reservas centrales— por la disminución de la posición exterior del sistema bancario, la subida de los tipos de interés de los diversos instrumentos y mercados financieros hubiera sido más homogénea, y la pendiente negativa de la curva de rendimientos por plazos, menos acusada.

La necesidad de drenar fuertes cantidades de activos de caja puso de manifiesto en este período la insuficiencia de los instrumentos de que disponía el Banco de España para esta política. Las colocaciones de pagarés del Tesoro entre las instituciones finan-

## 6. Evolución de los tipos de interés



cieras, a corto plazo y a tipos muy superiores a los de las subastas —pero insuficientemente atractivos—, nunca fueron cuantitativamente muy importantes y, además, se filtraron rápidamente hacia el público, en operaciones de cesión temporal con clientela cualificada y a cortísimo plazo.

A partir del mes de abril, a la dificultad de conseguir una senda determinada de activos de caja vino a sumarse el problema adicional de predecir, con razonable fiabilidad, el multiplicador que liga éstos con los ALP. Por una parte, surgieron problemas estadísticos relacionados con un proceso de innovación financiera que hacía que parte de los instrumentos incluidos en ALP escaparan a los mecanismos de obtención de información del Banco de España. En concreto, el elevado nivel alcanzado por el coeficiente de caja había aumentado sustancialmente los incentivos para su elusión, de modo que algunas entidades decidieron dar un rápido impulso a las operaciones de cesión temporal de deuda pública que, aunque conceptualmente estaban incluidas en los ALP y eran —en aquel momento— computables, estaban siendo dadas de baja en el balance de estas

instituciones. La entrada en vigor del sistema de anotaciones en cuenta aconsejaba la no computabilidad de estas operaciones, de modo que desaparecían los incentivos para la ocultación de información. Fue posible, mediante estimación indirecta, conocer con retraso la evolución de estas operaciones hasta el mes de junio, con lo que se reconstruyó la serie de ALP. Pero, entretanto, la ausencia de información se había traducido en una oferta excesiva de activos de caja que hizo que, en el mes de mayo, pese a cumplirse los objetivos de activos de caja, el crecimiento de los ALP superara en aproximadamente 10 puntos (en T<sub>1</sub>) el objetivo propuesto.

La relación entre activos de caja y ALP se hizo menos predecible por este motivo, así como por la inclusión en el grupo de pasivos computables de activos de no residentes que no forman parte de ALP, como las cuentas en pesetas convertibles.

Pese a este conjunto de problemas, el ritmo de expansión de los ALP experimentó un descenso —muy moderado— en los meses de mayo y junio, con ritmos de crecimiento (en T<sub>1</sub>) del 13,7% y 11,3%, respectivamente. En este período, todas las contrapartidas de ALP tuvieron un comportamiento expansivo. El crédito interno al sector público, que en el primer cuatrimestre había crecido muy moderadamente, experimentó una notable recuperación en mayo y junio, hasta situarse en una tasa de crecimiento acumulada en la primera mitad del año del 11,6%. El crédito interno al sector privado no mostró síntomas de desaceleración, pese a la ligera subida de los tipos de interés activos del sistema bancario. Parece que el entorno en el que se ha producido el episodio reciente de aceleración del ritmo de expansión de las magnitudes monetarias y crediticias, caracterizado por una fuerte competencia entre las instituciones, ha creado una gran resistencia a la revisión de las políticas de expansión crediticia, primando, en términos generales, el criterio de mantenimiento de la cuota de mercado. Si a ello se suma la firmeza de las expectativas bajistas respecto a los tipos de interés nominales a medio y largo plazo, se comprende mucho mejor la relativa impermeabilidad entre los diversos mercados, característica de estos meses, así como la aceleración del proceso de innovación financiera que tanto ha dificultado el seguimiento estadístico de las variables financieras más relevantes.

En resumen, la información disponible al cierre del primer semestre lleva a la conclusión de que algunas de las hipótesis de partida utilizadas en el diseño de la política monetaria para 1987 debían ser revisadas, ya que no se ha experimentado una caída en la demanda de ALP, sino, posiblemente, una subida y que

el crecimiento real de la economía está siendo superior al esperado. Por ello, el Banco de España ha aceptado crecimientos de los ALP, en los últimos meses, superiores a la senda central de la línea de objetivos, sin pretender llevar sus presiones sobre los mercados monetarios hasta los niveles requeridos para una plena reconducción de dicha magnitud hasta la senda inicialmente programada. Al mismo tiempo, sin embargo, se ha considerado necesario mantener dichas presiones en la medida necesaria para impedir aceleraciones monetarias que excederían ampliamente de los crecimientos justificados por el mayor impulso real de la economía y por los desplazamientos estimados en la demanda de ALP.

## 6. POLITICA CAMBIARIA Y MOVIMIENTOS DE CAPITAL CON EL EXTERIOR

Durante los cinco primeros meses de 1987, la economía española concedió un préstamo neto al exterior por valor de 41 m.m. de pesetas, importe muy inferior a los 265 m.m. otorgados en el mismo período del año anterior (véase cuadro 19).

Este resultado global se produjo en un contexto de progresivo deterioro de la balanza comercial, crecimiento espectacular en los flujos de entrada de capitales exteriores e intensificación de las presiones al alza sobre la cotización de la peseta. Todo ello configuró un panorama muy complejo en el que el Banco de España hubo de adquirir un gran volumen de divisas y se produjeron interferencias frecuentes entre los objetivos expresados en términos de crecimiento de los agregados monetarios y los relativos a la política cambiaria.

Durante el primer semestre del año, la peseta experimentó una apreciación del 7% con respecto al

dólar y una depreciación en relación al resto de las principales monedas, que varió desde el 2% frente al marco alemán al 6% frente a la libra esterlina. Con ello, el tipo de cambio efectivo nominal se apreció un 2,4% en relación al total mundial, disminuyó un 2,1% frente a la CEE, y se mantuvo prácticamente estable si se compara con las monedas de los países desarrollados. En términos reales, dada la evolución del diferencial de inflación entre España y el resto de las economías a lo largo del período comentado, la peseta redujo su competitividad en un grado mayor que el señalado por el tipo de cambio nominal en el caso de los países desarrollados, mientras que el aumento de su competitividad frente a la CEE fue de menor intensidad. En el mes de junio, teniendo en cuenta el índice relativo de precios al consumo, el tipo de cambio efectivo real aumentó un 2,6% con respecto al total mundial, y disminuyó un 1,3% frente a los países comunitarios, sobre los datos de diciembre de 1986 (véase gráfico 7).

En el período comentado, las autoridades españolas aceptaron una apreciación nominal de la peseta frente al dólar, ante la caída de la cotización de éste en los mercados internacionales, pero intentaron que dicha apreciación fuera inferior a la que, a su vez, estaban registrando las principales monedas europeas. Dicha política cambiaria mostró dos fases nítidamente diferenciadas. La primera corresponde al período enero-marzo, donde se arbitró una política tendente a reducir el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta con respecto a la CEE. En el segundo trimestre, el objetivo seguido por las autoridades se centró en el mantenimiento de la cotización de la peseta con respecto a los países comunitarios en el nivel nominal medio de los tres primeros meses del año.

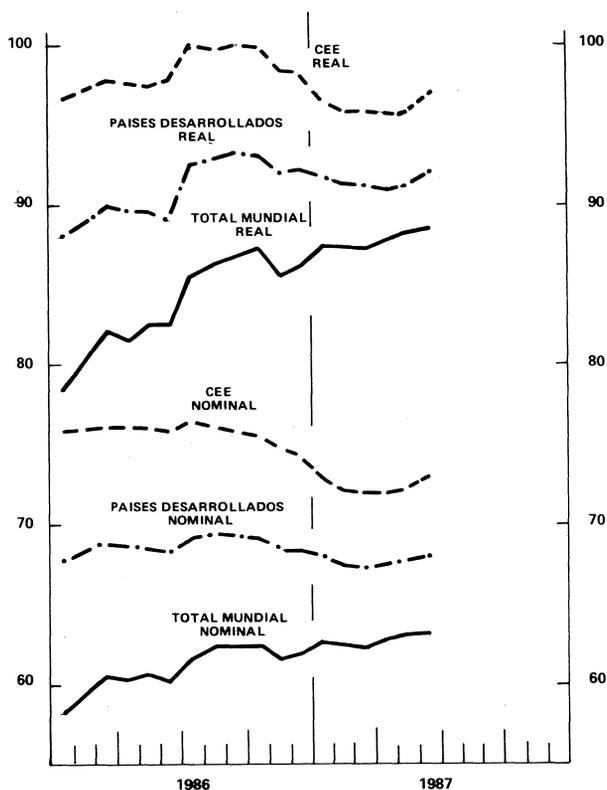
Durante la primera parte de 1987, la política cambiaria instrumentada siguió las pautas de los últimos meses del año anterior. La significativa pérdida de competitividad derivada de la apreciación real de la peseta frente a la CEE —un 6% en los meses enero-septiembre de 1986—, el auge de la demanda interna, y el desarme arancelario impuesto tras el acuerdo de adhesión generaron un fuerte incremento del volumen de importaciones procedentes de los países europeos, comprometiendo el equilibrio a medio plazo de la balanza comercial. A partir del mes de octubre de 1986, las autoridades decidieron mejorar la competitividad exterior de la economía española, promoviendo una depreciación de la peseta que frenara el deterioro de la balanza comercial, y esta política se mantuvo hasta marzo del presente año. A lo largo de 1986, dicha política había exigido una intervención compradora del Banco de España en el mercado de cambios, y ello en un con-

### 19. Movimientos exteriores de capital

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>TOTAL</b>	<b>-207</b>	<b>-31</b>	<b>-265</b>	<b>-41</b>
Capital directo a largo plazo	-121	122	-141	270
<i>Inversiones</i>	170	267	224	406
<i>Créditos</i>	-291	-145	-365	-136
Capital a corto plazo	-13	-	-13	8
Instituciones bancarias	-54	-83	-103	-239
Ajustes y diferencias valoración	-19	-70	-8	-80

### 7. Tipo de cambio efectivo de la peseta (a)



(a). Media geométrica, ponderada por la media del comercio exterior español del período 1979-1981, de las variaciones de la cotización al contado de la peseta respecto de las monedas de los países correspondientes a cada índice. La caída del índice, significa una depreciación media ponderada de la peseta, frente a las monedas que lo componen y viceversa. El índice de precios relativos utilizados para el tipo de cambio real es el correspondiente a precios de consumo.

texto en que tanto el sector público como el privado habían propiciado la salida de capitales hacia el exterior a través de un gran volumen de amortizaciones anticipadas de préstamos exteriores.

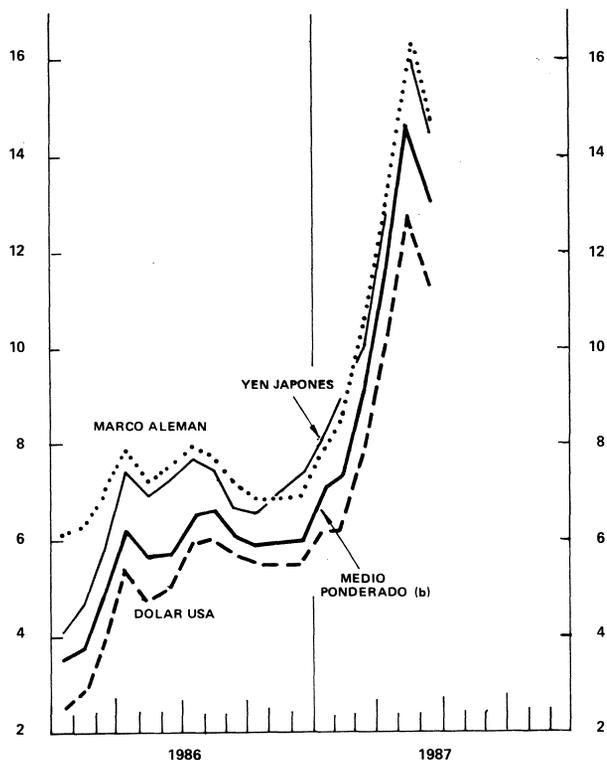
En cambio, durante el primer trimestre de 1987, la consecución de los objetivos sobre el tipo de cambio hubo de afrontarse con crecientes dosis de dificultad, debido a las fuertes entradas de capitales que se produjeron en esta primera parte del año, ya que había que conseguir la estabilidad del tipo de cambio de la peseta en un contexto de aumentos sucesivos en la rentabilidad relativa de los activos denominados en pesetas y, de desbordamiento de las magnitudes monetarias. La ampliación del diferencial de intereses a favor de la peseta y la expectativa de que el tipo de cambio a plazo cotizado en el mercado de cambios infravaloraba la evolución de la cotización de la peseta en el futuro, impulsaron la entrada masiva de capitales y la paralización del proceso de sus-

titución de crédito exterior por crédito interior manifestado desde el año 1985. Ante esta situación, el Banco de España tuvo que intervenir en el mercado de cambios con compras netas de dólares -1.620 millones en el período enero-marzo-, al tiempo que intentaba frenar las entradas de divisas mediante la inclusión de los incrementos de los saldos de las cuentas de pesetas convertibles en los pasivos computables del coeficiente de caja (1). En dicho período, se consiguió una depreciación nominal de la peseta, con respecto a diciembre de 1986, del 3,3% frente a los países comunitarios y del 1,7% frente al conjunto de países desarrollados.

A partir del mes de abril, dada la apertura del diferencial de intereses y la especulación existente a favor de la peseta, el Banco de España instrumentó una política cambiaria dirigida al mantenimiento del tipo de cambio efectivo de la peseta con respecto a

(1) Orden de 19 de marzo de 1987.

### 8. Diferenciales descubiertos de la peseta (a)



(a). Diferencia entre los tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario español y en el euromercado.  
(b). Tipo de interés medio del dólar, marco alemán, franco suizo, franco francés, libra esterlina y yen japonés, ponderado por la participación de cada moneda en la deuda exterior de España de diciembre del año anterior.

la CEE. A finales del mes de junio, y en relación al trimestre anterior, el tipo de cambio nominal de la peseta aumentó un 1,3% frente al total mundial, un 0,8% frente al conjunto de países desarrollados y un 0,7% en relación a las monedas europeas, porcentajes prácticamente iguales a los registrados por el tipo de cambio efectivo real, ya que en el período marzo-junio el índice de precios al consumo interno se comportó de forma muy similar al del resto de las economías exteriores.

La consecución de los objetivos cambiarios fijados obligaron al Banco de España a realizar compras masivas de divisas en el mercado de cambios, así como a imponer ciertas restricciones legales a la entrada de capitales exteriores. Las compras netas de divisas de los meses de abril, mayo y junio alcanzaron un valor de 4.655 millones de dólares. Por su parte, las modificaciones legislativas fueron dirigidas a encarecer la captación de recursos de las entidades delegadas en el exterior y a frenar las entradas especulativas de capital a muy corto plazo. Así, se sometieron al coeficiente de caja los saldos de pesetas convertibles y los incrementos de los pasivos netos en moneda extranjera, se prohibió el pago de intereses a los saldos de pesetas convertibles superiores a diez millones de pesetas, y se limitó la posición corta al contado de moneda extranjera que podían mantener las entidades (1).

(1) Las modificaciones mencionadas fueron promulgadas por dos órdenes ministeriales de 21 de abril, una orden de 27 de abril y un oficio-circular del Banco de España de 12 de junio, respectivamente. Véase «Regulación financiera del segundo trimestre de 1987», en este mismo *Boletín Económico*.

En este contexto, mientras que el sector público, a través de la mejora de su posición deudora con el exterior, trataba de reducir el volumen de la intervención del Banco de España en el mercado de cambios, tanto el sector privado como las entidades delegadas optaron, en términos generales, por acumular pasivos netos en moneda extranjera.

En efecto, según los datos del registro de caja, en los cinco primeros meses del año, la posición deudora del sector privado frente al exterior (2) se incrementó como consecuencia tanto del espectacular avance de las inversiones extranjeras como de un cierto proceso de sustitución de financiación interior por financiación exterior.

Este último comportamiento se tradujo, en primer lugar, en la detención del proceso de amortización de préstamos exteriores que había alcanzado cotas verdaderamente elevadas durante 1986 (véase cuadro 20). En segundo lugar se registró también, aunque sólo hasta el mes de abril, cierta intensificación en el recurso bruto del sector a los mercados financieros internacionales. La financiación crediticia bruta recibida por el sector privado directamente del exterior entre enero y mayo fue de 48 m.m. (53 m.m. hasta el mes de abril) frente a los 67 m.m. recibidos en el mismo período del año anterior (22 m.m. hasta abril de 1986), y las amortizaciones realizadas 124 m.m. frente a los 428 m.m. correspondientes a los cinco primeros meses del año anterior. La financiación crediticia neta obtenida a través de la banca delegada, debió responder a pautas de comporta-

(2) Incluye inversiones extranjeras en España.

## 20. Créditos exteriores

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>TOTAL (1-2+3)</b>	<b>-420</b>	<b>-168</b>	<b>-494</b>	<b>-103</b>
<b>1. Créditos recibidos a largo plazo</b>	<b>-400</b>	<b>-183</b>	<b>-508</b>	<b>-170</b>
1.1. Créditos directos del exterior	-299	-154	-377	-166
Sector privado	-300	-59	-360	-76
Ingresos brutos	22	53	67	48
Amortizaciones	-322	-112	-428	-124
Sector público	2	-96	-17	-90
Ingresos brutos	91	17	106	32
Amortizaciones	-89	-113	-123	-122
1.2. Créditos intermediados	-101	-29	-131	-4
Sector privado	-97	-13	-127	10
Sector público	-4	-16	-4	-14
<b>2. Créditos otorgados a largo plazo</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-30</b>
Sector privado	-20	-26	-29	-33
Sector público	12	17	17	3
<b>3. Créditos netos a corto plazo</b>	<b>-28</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>37</b>

miento muy similares, y ello se tradujo en un aumento en la financiación obtenida por esta vía de 10 m.m. frente a un retroceso de 127 m.m. en el mismo período de 1986.

La evolución de las inversiones extranjeras en España en la parte transcurrida del año supuso, por el contrario, la intensificación de procesos que ya se daban en 1986 (véase cuadro 21). En este sentido, las inversiones extranjeras registraron hasta el mes de mayo de 1987 un espectacular avance que puede cifrarse en 425 m.m. de pesetas, cifra que casi duplica los 268 m.m. de pesetas invertidos en el mismo período del año anterior. A ello contribuyó, sin duda, la mayor intensidad de las inversiones directas, que sólo en el mes de marzo alcanzaron un valor de 78 m.m. de pesetas (6.076 m. de dólares). Sin embargo, el verdadero origen de este avance hay que buscarlo en la expansión experimentada por las inversiones en cartera, cuyo valor hasta mayo de 1987 fue de 204 m.m. de pesetas, cifra que sobrepasó con creces los 104 m.m. de pesetas invertidos en los cinco primeros meses de 1986. De este modo, durante la parte transcurrida del año, en línea con lo ocurrido a lo largo de 1986, continuó aumentando la importancia relativa de las inversiones en cartera en el total de las inversiones extranjeras en España, hasta situarse en mayo de 1987 en un 48% del total.

La ampliación ininterrumpida en los diferenciales de interés, la aparición de un premio intrínseco de la peseta en los meses de mayo y junio, y la consolidación de unas expectativas de ganancias de capital, asociadas a la eventual apreciación de la peseta, constituyeron algunos de los factores situados en la base del avance de las inversiones extranjeras. En el caso de las inversiones en cartera, la propia coyuntura expansiva del mercado bursátil español constituyó un elemento explicativo adicional.

El aumento en la rentabilidad relativa de los activos denominados en pesetas y el encarecimiento en las condiciones de toma de préstamos interiores durante la parte transcurrida del año, también tuvieron su reflejo en los flujos de capital privado desde España hacia el exterior.

En primer lugar, en los cinco primeros meses del año, se produjo cierta inflexión en la financiación crediticia neta otorgada por el sector privado al exterior, que cayó en 33 m.m. de pesetas frente a un retroceso de 29 m.m. en el mismo período del año anterior. En segundo lugar, el importe de las inversiones españolas en el exterior en el período global enero-mayo de 1987 fue de 46 m.m. de pesetas, cifra que apenas supera en 2 m.m. el dato correspondiente al mismo período de 1986. Este resultado para

## 21. Inversiones exteriores

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>TOTAL (1 - 2)</b>	<b>170</b>	<b>267</b>	<b>224</b>	<b>406</b>
<b>1. Del Exterior en España</b>	213	333	268	453
Directas	76	117	89	129
De cartera	83	155	104	233
En inmuebles	60	60	76	82
Otras	-6	1	-1	8
<b>2. De España en el exterior</b>	42	66	44	47
Directas	21	47	24	50
De cartera	17	13	16	-10
En inmuebles	-	1	-	1
Otras	4	5	4	6

el período global se produjo a pesar de que su avance hasta marzo, tras la liberalización de las inversiones en cartera, a finales de 1986, había mostrado ritmos muy superiores a los del año anterior. Sin embargo, en los meses de abril y mayo, la venta de títulos anteriormente adquiridos en los mercados financieros exteriores, posiblemente, ante el aumento en la rentabilidad relativa de los activos denominados en pesetas, alcanzó cifras importantes, situadas en torno a los 66 m.m. de pesetas. Este hecho, junto con una menor intensidad relativa en las inversiones directas, provocó el ya señalado retroceso de las inversiones españolas en la parte transcurrida del año.

A lo largo de los cinco primeros meses del año, la posición deudora del sector público frente al exterior continuó registrando sucesivas disminuciones. La razón de este comportamiento diferenciado en relación a lo ocurrido con el sector privado, hay que buscarla en la dificultad, creciente a medida que transcurría el año, de conjugar los objetivos de crecimiento monetario y los definidos en términos de tipo de cambio. En este contexto, la necesidad de diseñar políticas amortiguadoras de las fuertes entradas de capital, con el objeto de reducir el volumen de la intervención del Banco de España en el mercado de cambios necesaria para mantener la estabilidad del tipo de cambio y aminorar, por consiguiente, la influencia del sector exterior en las magnitudes monetarias interiores, constituyó el criterio dominante en las decisiones del sector público relativas al endeudamiento en moneda extranjera.

Como consecuencia de todo ello, durante los cinco primeros meses de 1987, el sector público continuó amortizando préstamos exteriores a ritmos similares a los del año anterior, a la vez que disminuía intensamente su recurso bruto a los mercados financieros

## 22. Variación de activos exteriores netos de las instituciones bancarias (a)

m. de dólares

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>TOTAL</b>	<b>507</b>	<b>948</b>	<b>870</b>	<b>2.191</b>
Banco de España	-271	2.683	398	4.543
Instituciones bancarias privadas	778	-1.735	472	-2.352
<i>Posición al contado</i>	<i>669</i>	<i>-2.287</i>	<i>373</i>	<i>-2.674</i>
<i>Créditos a no residentes financiados con pesetas</i>	<i>-20</i>	<i>593</i>	<i>-15</i>	<i>643</i>
<i>Pasivos netos circular 9 DE</i>	<i>805</i>	<i>184</i>	<i>994</i>	<i>-212</i>
<i>Pasivos en pesetas de no residentes</i>	<i>-676</i>	<i>-225</i>	<i>-880</i>	<i>-108</i>

(a) Un signo positivo indica que la variación de activos ha sido superior a la variación de pasivos.

exteriores. El importe de las amortizaciones de préstamos obtenidos directamente del exterior en los cinco primeros meses del año fue de 122 m.m. de pesetas, 123 m.m. en los mismos meses de 1986, y el recurso directo bruto de sólo 32 m.m., 105 m.m. en igual período del año anterior. La correspondiente caída en la financiación crediticia neta recibida del exterior por el sector público alcanzó un valor total de 103 m.m., de los cuales 10 m.m. constituyeron una disminución en la financiación neta obtenida a través de entidades delegadas.

Por su parte, los préstamos netos otorgados por el sector público al exterior registraron en el período contemplado un avance muy modesto, de 3 m.m. de pesetas frente a los 17 m.m. en igual período del año anterior, como consecuencia de una mayor amortización de préstamos por parte de los no residentes.

La financiación neta concedida por las instituciones bancarias al resto del mundo durante los cinco primeros meses del año alcanzó un valor de 2.191 millones de dólares, unos 240 m.m. de pesetas. (véase cuadro 22). El préstamo neto al exterior otorgado por el sistema crediticio fue resultado de la acumulación de reservas del Banco de España, pues las entidades delegadas endeudaron con el exterior, en términos netos. El endeudamiento de bancos y cajas de ahorro frente al exterior registró una variación aproximada de 2.350 millones de dólares, de los cuales 2.674 millones correspondieron a la disminución de la posición de contado, 108 millones al incremento de los pasivos por cuentas en pesetas convertibles, y el resto, 432 millones de dólares, al incremento neto de los créditos concedidos a no residentes.

El diferencial de intereses a favor de la tenencia de pesetas, dentro de un contexto de superavit de la balanza de pagos por cuenta corriente y de contención de la tasa de inflación interna, impulsó a los no residentes a la adquisición de activos denominados en

pesetas y a los residentes a frenar las amortizaciones anticipadas de créditos exteriores y a acudir en mayor medida al endeudamiento en moneda extranjera, como se ha comentado anteriormente.

Dentro de este proceso queda enmarcado el incremento de los pasivos netos de la circular 9 DE, obtenido por las entidades delegadas para la concesión de créditos en moneda extranjera residentes, por valor de 212 millones de dólares hasta el mes de mayo, frente a la disminución de unos 1.000 millones de dólares registrada en el mismo período del año anterior. Por su parte, la financiación bancaria obtenida a través de pesetas convertibles experimentó una brusca caída con respecto al año anterior —en el período enero—mayo, los flujos netos fueron de 881 millones de dólares en el año 1986 y de 108 millones de dólares en el año 1987—, derivada de la disminución de la rentabilidad obtenida por estas cuentas, tras la decisión de incluirlas entre los pasivos computables del coeficiente de caja, en el mes de marzo, y de prohibir el pago de intereses a los saldos superiores a diez millones de pesetas, en el mes de abril.

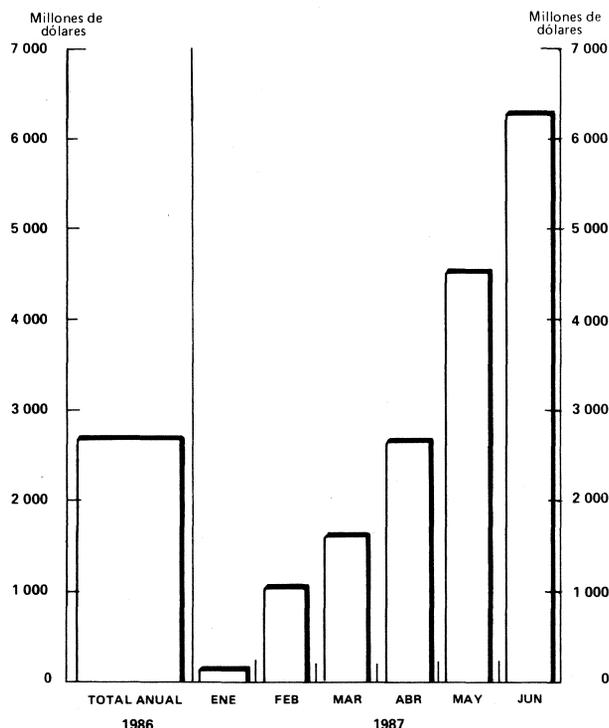
Con todo, la rúbrica de las entidades delegadas que manifestó un comportamiento más significativo fue la referente a la posición de contado en moneda extranjera, que registró una disminución por valor de 2.674 millones de dólares, frente al aumento de 373 millones del año anterior, ambas cifras en términos acumulados durante los meses enero—mayo. Los factores explicativos de dicha actuación fueron la instrumentación por parte del Banco de España de una oferta de activos de caja más restrictiva y la expectativa de los agentes de que la cotización de la peseta a plazo en el mercado de cambios era inferior a la cotización que ésta registraría en el mercado al contado en el plazo de referencia. En efecto, las subidas de los tipos de interés internos, y la disminución de los recursos disponibles en el mercado interbancario indujeron al sistema bancario, y de forma especial a la banca extranjera en España, a la bús-

queda de financiación exterior a corto plazo. Las divisas obtenidas proporcionaban, a través de su venta al Banco de España, recursos en pesetas, a modo de una segunda línea de liquidez.

Por su parte las expectativas de fortaleza de la peseta impulsaban a aquéllos residentes que iban a recibir pagos en moneda extranjera, a los no residentes que necesitarían pesetas en el futuro, a realizar ventas de divisas a plazo contra pesetas, dado el gran descubierto de la peseta en el plazo, para beneficiarse de la diferencia entre el tipo de cambio a plazo de la peseta vigente y el tipo de cambio al contado futuro. Las compras de divisas a plazo realizadas por las entidades delegadas a su clientela generaron ventas de divisas al contado, a tenor de la obligación existente de cobertura de las operaciones a plazo en moneda extranjera.

Los créditos al sector exterior financiados con pesetas experimentaron un incremento de 643 millones de dólares, unos 50 m.m. de pesetas, cifra muy superior a lo que venía siendo habitual, como consecuencia posiblemente del tirón experimentado por la demanda de créditos hipotecarios para la adquisición de inmuebles por no residentes.

### 9. Variación de reservas centrales (a)



(a). Variaciones acumuladas.

El resultado de todos los flujos analizados y de la decisión de mantener aproximadamente constante el tipo de cambio nominal de la peseta frente a las monedas de la CEE fue una intervención muy activa en el mercado de divisas por parte del Banco de España (véase gráfico 9). Este compró grandes cantidades de dólares durante los seis primeros meses del año, que ascendieron a 6.275 millones de dólares. En el gráfico puede observarse que mayo y junio fueron los meses de acumulación más intensa de reservas exteriores.

### 7. LA FINANCIACION DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

En términos de cuentas financieras, las necesidades netas de financiación del Estado, acumuladas hasta mayo de 1987, ascendieron a 636 m.m., cifra similar a la de 1986 (véase cuadro 23). A este importe se ha llegado, sin embargo, con una variación de los activos y pasivos financieros bastante inferior a la registrada en las mismas fechas del año anterior. Así, mientras que el Estado había adquirido activos por 422 m.m. de pesetas hasta mayo de 1986 —reflejo, en gran medida, de la contrapartida de deudas asumidas— éstos sólo han alcanzado 127 m.m. en 1987. Igualmente, la variación de pasivos financieros ha descendido desde 1.044 m.m. hasta 866 m.m. en las mismas fechas.

Pero tan importante como la reducción de los pasivos emitidos ha sido la transformación de su estructura, fruto de un cambio en los criterios de financiación del Tesoro. En esta primera parte del año, el Tesoro abandonó la política seguida en 1986 de financiar el déficit colocando deuda pública. En su lugar, ha utilizado el recurso al Banco de España como fuente principal de obtención de recursos financieros, lo que ha dificultado de forma notable la gestión de la política monetaria, a la vez que ha frenado el desarrollo de los mercados de deuda, a la espera de la regulación del nuevo sistema de anotaciones en cuenta.

Así, frente a una estructura de la financiación del Estado en los primeros cinco meses de 1986 en la que las colocaciones de deuda fueron la fuente principal de obtención de fondos, hasta el punto de permitirle financiar el déficit y reducir en 966 m.m. el saldo de sus cuentas deudoras en el Banco de España, en 1987, el Tesoro ha financiado casi un 70% de sus necesidades brutas mediante anticipos del Banco emisor (591 m.m.), porcentaje que se eleva al 78% (672 m.m.) si se le añaden los recursos otorgados por éste mediante la adquisición de deuda,

## 23. Financiación del Estado

m.m.

	Variaciones acumuladas			
	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>1. NECESIDAD (-) DE ENDEUDAMIENTO NETO (2-3-4)</b>	<b>-510</b>	<b>-459</b>	<b>-646</b>	<b>-636</b>
<b>2. Variación de activos financieros</b>	<b>419</b>	<b>125</b>	<b>422</b>	<b>127</b>
Dotaciones al Crédito Oficial	27	-	29	-
Contrapartida de pasivos asumidos	380	100	380	100
Otros activos netos	12	25	13	27
<b>3. Variación de pasivos financieros</b>	<b>878</b>	<b>642</b>	<b>1.044</b>	<b>866</b>
Mercado de valores	1.634	292	1.805	294
<i>Pagarés del Tesoro (a)</i>	1.152	187	1.345	188
<i>Deuda a medio y largo plazo (b)</i>	422	183	391	188
<i>Cédulas para inversiones y deuda RDL 8/1984</i>	-	-71	13	-71
<i>Deudas asumidas</i>	60	-7	56	-11
Sector exterior (c)	21	-54	13	-53
Emisión de moneda metálica	1	3	2	6
Créditos interiores asumidos	213	29	190	29
Recurso al Banco de España (d)	-991	371	-966	591
<b>4. Depósitos y desfases</b>	<b>51</b>	<b>-57</b>	<b>23</b>	<b>-103</b>
PRO MEMORIA:				
Financiación total concedida por el Banco de España (e)	-685	421	-628	672

(a) Valores efectivos.

(b) Incluye amortizaciones de deuda asumida.

(c) Incluye créditos exteriores asumidos (36 m.m. en 1986).

(d) Préstamos y anticipos.

(e) Incluidas las compras netas de títulos a corto y largo plazo, menos las cesiones temporales con compromiso de recompra de éstos al sistema bancario.

una vez descontadas las cesiones de pagarés del Tesoro con compromiso de recompra al sistema bancario.

Del resto de las operaciones financieras pasivas del Estado, dejando al margen el detalle de los mercados de deuda negociable que se comentarán después y la desaparición de las emisiones de cédulas para inversiones (1) como medio de financiación del crédito oficial, queda por señalar, únicamente, la reducción de la financiación exterior, en línea con lo que ya venía sucediendo desde 1986.

La información disponible relativa a la financiación del resto de las administraciones públicas es muy escasa. En concreto, todavía no se tienen datos globales de ningún mes de 1987 para el sistema de la Seguridad Social. Utilizando datos muy fragmentarios, la Seguridad Social, al mes de mayo, había reducido los créditos recibidos del sistema crediticio en unos 100 m.m., importe ligeramente inferior al del año precedente, que refleja el adelanto proporcional de cuotas mediante el que se acumulan fondos con

(1) El desarrollo por el RD 321/1987, de 27 de febrero, de la nueva regulación de las inversiones obligatorias implica la desaparición de estos activos.

los que hacer frente a los pagos extraordinarios del mes de junio. Los organismos autónomos administrativos, las comunidades autónomas y las corporaciones locales apenas han demandado créditos. Por lo que se refiere a la demanda de financiación en el mercado de valores, excepto el Estado, ninguno de los agentes integrados en el sector administraciones públicas ha colocado deuda en este período.

En el período comentado (enero-mayo), el crédito otorgado por el sistema crediticio y los mercados monetarios al conjunto de las administraciones públicas creció a una tasa anual del 10% frente al 18% en el mismo período de 1986. Este inferior ritmo de crecimiento obedece, en parte, al hecho de que las mayores tasas de crecimiento obtenidas para el año precedente estaban calculadas sobre una base inferior. No obstante, en este caso no puede argumentarse, como ocurrió en 1986, que la caída del indicador se deba al desplazamiento de financiación desde los mercados monetarios hacia deuda pública adquirida directamente por el público -partida, esta última, no incluida en el indicador-, sino a la menor presión ejercida por la demanda total de financiación, en términos relativos, en los mercados financieros.

Por lo que se refiere a los mercados de deuda pública, hay que señalar novedades importantes, relacionadas, unas, con la regulación de los propios mercados y la aparición de nuevos instrumentos y, otras, con las técnicas de emisión. Asimismo, hay que señalar que se han modificado, de forma significativa, las condiciones de negociación, al registrarse una apreciable subida en los tipos de interés a los que se han emitido y negociado los títulos, si bien inferior a la exigida por el mercado y con retraso respecto a la evolución de éste.

La primera y más relevante de las novedades ha sido la regulación y entrada en funcionamiento del Sistema de Anotaciones en Cuenta de deuda del Estado y del Tesoro (1). Este sistema tiene la finalidad de impulsar y dinamizar la negociación de los valores públicos, facilitar la cobertura de las necesidades de financiación del Estado y apoyar la gestión de la política monetaria mediante operaciones de mercado abierto.

El desarrollo operativo del sistema, el proceso de admisión de entidades a las categorías de titulares de cuentas y de entidades gestoras y el necesario trámite administrativo para transformar desde el sistema de fungibilidad al de Anotaciones los títulos emitidos antes de la regulación de la Central de Anotaciones en Cuenta, declarados aptos para materializarse en anotaciones contables, ha entrado en funcionamiento en el mes de julio e irá consolidándose a lo largo del segundo semestre de 1987.

La segunda novedad que debe reseñarse es la regulación de un nuevo instrumento de deuda pública a corto plazo, la letra del Tesoro, que viene a reemplazar al pagaré en las funciones que éste tuvo anteriormente como activo monetario negociado en condiciones de mercado. Como ya se ha comentado repetidamente, los condicionamientos implícitos en la Ley sobre régimen fiscal de determinados activos financieros y la utilización de los pagarés del Tesoro como activo apto para cubrir el coeficiente de deuda, impuesto a bancos y cajas de ahorro, sentaron las bases para la desaparición, a medio plazo, de este activo como instrumento de mercado, al quedar privado de las características necesarias para servir de vehículo útil para la financiación del déficit público fuera de los dos casos mencionados y de activo de referencia en los mercados a corto plazo.

Al estabilizar en torno al 8% el rendimiento de los pagarés, el Tesoro ha materializado aquella previsión, reduciendo el papel de este activo al de un ins-

(1) Véase «Regulación financiera: segundo trimestre», en este mismo número del *Boletín Económico*.

trumento financiero apto para ser utilizado, exclusivamente, para la cobertura del coeficiente de deuda de bancos y cajas de ahorro y para refugio de inversiones que buscan el privilegio fiscal que comporta el instrumento. Lógicamente, las instituciones financieras, una vez cubiertas sus inversiones obligatorias, dejaron de suscribir pagarés, optando por alternativas más rentables para sus inversiones libres. Por otro lado, su demanda se redujo también de forma sustancial al no renovar sus clientes las cesiones temporales instrumentadas previamente con estos activos. Incluso el segmento de los otros adquirentes del activo parece haber disminuído su demanda, prefiriendo alternativas como el consumo, inversiones reales o simplemente activos financieros con un elevado diferencial de rendimientos respecto al ofrecido por los pagarés del Tesoro. En definitiva, la decisión del Tesoro de mantener alejado de los tipos de mercado el rendimiento de los pagarés se ha traducido en una muy acusada reducción de sus colocaciones, como se verá después al comentar en detalle las emisiones en los mercados de deuda.

La aparición de la letra del Tesoro constituye, pues, una restauración de la deuda pública a corto plazo en condiciones de mercado de la que se han eliminado los elementos espúreos al mercado que distorsionan las condiciones de suscripción y negociación de los pagarés. Este activo ha comenzado a colocarse en el mes de junio y únicamente se materializa en anotaciones contables a las que tienen acceso, de forma directa o indirecta, todos los agentes económicos.

A las novedades comentadas en los mercados de deuda es preciso añadir, también, los avances introducidos en las técnicas de gestión, relativas al establecimiento de calendarios anuales de emisión para los diferentes instrumentos —excepto para las obligaciones del Estado—, concretadas en emisiones quincenales para los activos a corto plazo y mensuales para los Bonos del Estado.

Las condiciones de negociación de la deuda a largo plazo han variado significativamente en esta primera parte del año. Así, frente al pronunciado descenso de los tipos de interés en la última parte del año anterior, los mercados de deuda se han visto afectados, en los primeros meses de 1987, por el impacto de la elevación de tipos de interés registrados en los mercados monetarios. Por ello, la decisión del Tesoro de trasladar a sus emisiones sólo una parte de esta elevación y de ofrecer sus emisiones a tipos inferiores a los exigidos por el mercado ha implicado una fuerte contracción de la demanda. Como consecuencia, hasta el mes de mayo sólo se habían colocado 188 m.m., materializados exclusivamente en

## 24. Mercados de deuda pública (a)

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>EMISIONES NETAS</b>	<b>1.750</b>	<b>345</b>	<b>1.944</b>	<b>337</b>
<b>Pagarés del Tesoro</b>	<b>1.299</b>	<b>178</b>	<b>1.510</b>	<b>180</b>
<i>Emisiones brutas</i>	2.125	1.192	2.452	1.296
<i>Amortizaciones</i>	826	1.014	942	1.016
<b>Deuda negociable a medio y largo plazo</b>	<b>451</b>	<b>167</b>	<b>434</b>	<b>157</b>
Del Estado	422	184	391	188
<i>Emisiones brutas (b)</i>	423	185	433	213
<i>Amortizaciones</i>	1	1	42	25
De las comunidades autónomas y corporaciones locales	29	-17	43	-31
<b>COLOCACIONES</b>	<b>1.750</b>	<b>345</b>	<b>1.944</b>	<b>337</b>
<b>Sistema crediticio y SMMD</b>	<b>1.309</b>	<b>376</b>	<b>1.424</b>	<b>442</b>
Pagarés del Tesoro	931	353	1.084	370
Deuda del Estado a largo	349	40	297	102
Deuda de las comunidades autónomas y corporaciones locales	29	-17	43	-30
<b>Resto</b>	<b>441</b>	<b>-31</b>	<b>520</b>	<b>-105</b>
Pagarés del Tesoro	368	-175	426	-190
Deuda del Estado a largo	73	144	94	86
Deuda de las comunidades autónomas y las corporaciones locales	-	-	-	-1
<b>PRO MEMORIA:</b>				
Cesión temporal de pagarés del Tesoro y deuda del Estado al público por el sistema crediticio	938	590	1.217	736

(a) Valores nominales.

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

bonos del Estado, al plazo de tres años, frente a los 434 m.m. colocados en el mismo período del año anterior (véase cuadro 24).

En cuanto a la suscripción de esta deuda, el sistema bancario —fundamentalmente la banca— ha continuado siendo, como en 1986, el principal demandante con un 52% del total, seguido del Banco de España con un 19%, las empresas de seguros con un 14%, y las empresas no financieras y familias con un 12%. El análisis de las variaciones netas de las carteras de los distintos tenedores muestra, por otro lado, que el sistema crediticio ha comprado 102 m.m. y las familias y empresas 86 m.m. Esta elevación en las compras netas de las familias, respecto a sus suscripciones, es consecuencia del proceso de recolocación de una parte de los títulos suscritos el año anterior por el sistema bancario.

Por su parte, las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales, que habían colocado títulos por 43 m.m., hasta el mes de mayo del año pasado, presentan este año, a esa misma fecha, unas emisiones netas de -31 m.m., todas ellas de Corporaciones Locales.

Las modificaciones más importantes en el proceso de colocación de títulos públicos se han registrado en el mercado de pagarés, de los que únicamente se han colocado 180 m.m. frente a los 1.510 del año anterior. En este caso, el sistema crediticio, que había comprado 1.084 m.m. netos, en los cinco primeros meses de 1986, sólo ha adquirido 370 m.m. en 1987 y las familias y empresas no financieras, que incrementaron sus carteras en 426 m.m. el año anterior, las han reducido en 190 m.m. este año.

El mercado secundario de deuda ha continuado incrementando su nivel de actividad, alcanzando un volumen de negociación de 238 m.m., frente a los 110 m.m. de 1986 y los 28 m.m. del mismo período de 1985. Este mercado se ha desarrollado fundamentalmente fuera de la negociación estrictamente bursátil, hasta el punto de que las operaciones a cambio convenido, fuera del corro bursátil, representan 220 m.m., es decir, un 92% del total. La puesta en marcha del sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado en el Banco de España va a significar un cambio fundamental en la importancia relativa de estos mercados, ya que, previsiblemente, este último tipo de operaciones se llevará a cabo a través de dicho mercado de anotaciones en cuenta.

## 8. LA FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO

A lo largo de los cinco primeros meses de 1987 pudo observarse una agudización de la tendencia, que ya comenzó a advertirse en 1986, hacia la reducción del flujo de financiación neta concedido por el sector de familias y empresas a los restantes sectores. Esta disminución se produjo a pesar del rápido ritmo de aumento de la adquisición de activos financieros por parte del sector y fue el resultado de una fuerte aceleración en la emisión de pasivos financieros, que crecieron a una tasa superior al doble de la registrada en el mismo período del año anterior (véase cuadro 25).

En efecto, el incremento, en términos desestacionalizados, de la financiación recibida por el sector privado fue, en el período enero–mayo de 1986, del 8,7% en tasa anual, frente al 3,6% en el mismo período del año anterior. Esta considerable variación en el ritmo de endeudamiento del sector vino acompañado por cambios muy significativos en la composición de los pasivos emitidos. Como puede observarse en el cuadro 25, los más destacados de ellos fueron: el fin del proceso de disminución de pasivos frente al exterior, la reducción del flujo de financiación obtenida a través de los mercados de acciones y obligaciones, y un sensible avance de los recursos tomados de las instituciones financieras.

El aumento de los activos financieros de las familias y las empresas fue, en el período considerado, de un 13,1% en tasa anual, algo superior al 12,0% registrado en el mismo período del año anterior. Debe resaltarse que la mayor parte de la acumulación de activos financieros por parte del sector se canalizó a través de instrumentos incluidos en ALP. El crecimiento de este agregado, para el período enero–mayo de 1987, fue del 14% en tasa anual, muy por encima del límite superior de la banda prevista. Los cambios más importantes en la composición de los activos líquidos del público ya han sido detalladas en el epígrafe 5, donde se han resaltado sus implicaciones para la política monetaria. Aquí cabe destacar que los desplazamientos registrados en 1987 se tradujeron en un aumento de la demanda de depósitos y en una apreciable moderación de las tasas de crecimiento de los otros activos líquidos en manos del público. Ello fue debido, en particular, al menor aumento del componente más importante de estos últimos, es decir, los saldos de pagarés del Tesoro en poder del sector privado. Este fenómeno, que representa la continuación de una tendencia ininterrumpida desde mediados de 1986, está relacionado con el final del proceso de sustitución de activos financieros generado por el cambio en su normativa fiscal, y con la existencia de altos diferen-

ciales negativos entre los tipos de interés de estos instrumentos y los de otros emitidos por las entidades de depósito o por el sector privado.

De la evolución del resto de los activos financieros del sector privado no incluidos en ALP destaca la apreciable caída en la adquisición, por parte del sector privado, de títulos de renta fija y variable, compensada por el avance de las colocaciones netas de pagarés de empresa con respecto al mismo período del año anterior.

Debe reseñarse que, a pesar de que las cifras del cuadro 25 reflejen un considerable aumento en la adquisición de pagarés de empresa por parte de las familias y las empresas, este mercado registró un notorio retroceso en los primeros meses de 1987. La elevación de los tipos de interés en los mercados monetarios a partir de los primeros meses del año, en contraposición a la evolución mucho más estable del coste del crédito, disminuyó el incentivo para su emisión por parte de las empresas. Por otra parte, la demanda se mostró muy sensible a la crisis de FECSA, lo que restringió drásticamente la capacidad de las empresas del sector eléctrico de acceder a este mercado en condiciones favorables y contribuyó a elevar los tipos exigidos por los inversores para la adquisición de títulos de otras empresas.

El ritmo de suscripción de títulos de renta fija por parte del sector privado decreció apreciablemente debido, en buena medida, a factores de oferta. La elevación registrada en los tipos de interés provocó una gran disminución de la oferta de nuevos títulos, tanto públicos como privados. En el caso de los primeros hay que resaltar, además, que el retraso en la puesta en práctica del nuevo sistema de anotaciones en cuenta fue un factor adicional para la reducción del importe de las emisiones. Con todo, y como puede observarse, los agentes del sector privado incrementaron sus tenencias de títulos en 134 m.m., a pesar de la renuencia de las instituciones financieras a deshacerse de los títulos en su cartera, con la consiguiente realización de pérdidas como resultado del alza en los tipos de interés.

Más importancia revistió la adquisición temporal de títulos de deuda pública a las instituciones financieras, incluidas en el cuadro 25 dentro de ALP, que alcanzó un importe de 454 m.m. para el período considerado.

En cuanto al mercado de renta variable, los datos son suficientemente expresivos de la paralización registrada en los primeros meses de 1987. Entre las causas que pueden contribuir a explicar este fenómeno figuran las incertidumbres asociadas a la evo-

lución del sector eléctrico, tradicionalmente uno de los más activos en el mercado primario, y la desigual evolución del índice bursátil a partir de febrero. Debe hacerse notar, sin embargo, que tal situación comenzó a mostrar un cambio significativo en el mes de junio, coincidiendo con la celebración de las juntas de las sociedades y la recuperación de las cotizaciones.

Por lo que se refiere a la variación de los pasivos financieros de las familias y las empresas, el cuadro 25 refleja cumplidamente el considerable aumento del endeudamiento bruto del sector en los cinco primeros meses de 1987. Este aumento en la captación de pasivos tuvo dos componentes fundamentales. En primer lugar, el cese de la cancelación de deudas exteriores que se había producido en los dos años anteriores. Este cambio de comportamiento frente a los mercados exteriores fue inducido por el apreciable endurecimiento de las condiciones de obtención de créditos en los mercados interiores y, también, por la progresiva consolidación de las expectativas de firmeza de la peseta. Por otra parte, destacó el aumento de la actividad en los mercados crediticios, que se vio estimulado por varias circunstancias. Entre ellas, cabe señalar, por un lado, el impulso de la demanda interna y, por otro, la escasa disposición de las instituciones a elevar sus tipos activos, aun en un contexto de endurecimiento progresivo de la política monetaria.

Las cajas de ahorro aumentaron apreciablemente su cuota de mercado a lo largo de los meses transcurridos de 1987, gracias a una política más agresiva de fijación de tipos activos, a la mayor expansión relativa registrada en los segmentos del mercado crediticio (créditos hipotecarios y personales de consumo) en los que estas instituciones son predominantes, y, también, debido a la menor utilización de las transferencias de activos (en el cuadro 25 incluidas bajo la rúbrica de pagarés de empresa).

La concesión de créditos a tipo de interés variable experimentó una clara regresión, especialmente significativa para la banca (en el período enero-mayo, los saldos acreedores de estas instituciones por tal concepto disminuyeron en 120 m.m.). Ello se debió al comportamiento de los tipos de interés en el mercado interbancario. Los usuarios de este tipo de créditos, ante las elevaciones registradas en su coste, cambiaron su instrumentación, o, incluso, procuraron obtener financiación en el mercado de pagarés de empresa.

La financiación obtenida por el sector privado a través de créditos externos fue negativa, por importe de -38 m.m. (-359 m.m. en el mismo período del

año anterior). En esta evolución influyó, tanto una mayor apelación bruta al mercado como, sobre todo, la reducción de las amortizaciones anticipadas de créditos. Dado, por otra parte, el aumento considerable de la inversión extranjera (directa o en cartera), la financiación bruta obtenida por el sector privado del exterior fue positiva, por un importe próximo a los 400 m.m. (frente a una reducción del saldo deudor de 30 m.m. en el mismo período de 1986).

Los mercados primarios de valores privados mostraron muy escasa actividad en los cinco primeros meses de 1987. Sin embargo, dentro de ellos merece ser destacado la evolución del mercado de pagarés de empresa. Tal y como se refleja en el cuadro 25, las emisiones, en el período enero-mayo de 1987, sobrepasaron los 320 m.m., de los cuales, 126 m.m. corresponden a emisiones de pagarés y los restantes (casi 200 m.m.) a transferencias y participaciones de activos realizadas por las instituciones financieras. Tras un primer cuatrimestre en el que el mercado se resintió de la crisis de FECSA, que alejó del mercado a la mayor parte de las empresas eléctricas, mientras que otros emisores se resistían a ofrecer los altos tipos demandados por el mercado, en el mes de mayo se advirtió una rápida recuperación, en buena medida impulsada por la tardía, pero perceptible, elevación de los tipos de activos de la banca. Esta, a su vez, aceleró el proceso de cesión de créditos a los agentes privados a través de transferencias o participaciones.

Los mercados de obligaciones acusaron fuertemente el alza de los tipos de interés, que retrajo a la mayor parte de los potenciales emisores. La inactividad fue la nota característica por parte de las empresas eléctricas y las grandes empresas públicas, tradicionalmente los agentes más activos en este mercado, de forma que las amortizaciones redujeron el saldo vivo de obligaciones en circulación en 57 y 77 m.m., respectivamente. Por el contrario, las empresas industriales privadas, aunque tímidamente, accedieron al mercado, colocando unos 11 m.m. netos.

Las emisiones de títulos de renta variable experimentaron una disminución aún más notable, cuyas causas ya han sido expuestas con anterioridad. Apenas hubo emisiones de alguna importancia, si bien hacia finales del mes de mayo comenzaron a anunciarse un buen número de ampliaciones de capital.

Por lo que se refiere al mercado secundario de renta variable, en el período considerado se asistió a un comportamiento muy irregular de las cotizaciones. El comienzo del año fue fuertemente alcista,

con un espectacular aumento del volumen de contratación. Sin embargo, a partir del mes de febrero, el índice de Bolsa siguió una evolución mucho más variable, reflejo del efecto, sobre este entorno general

positivo, de las realizaciones de los beneficios acumulados, de las incertidumbres del sector eléctrico y del clima de endurecimiento de la política monetaria.

## 25. Financiación del sector privado

m.m.

	ENE-ABR		ENE-MAY	
	1986	1987	1986	1987
<b>CAPACIDAD DE FINANCIACION (+) (1-2)</b>	<b>681</b>	<b>452</b>	<b>844</b>	<b>576</b>
<b>1. Variación de activos financieros</b>	<b>742</b>	<b>979</b>	<b>1.051</b>	<b>1.455</b>
Activos líquidos del público (a) (b)	603	667	802	990
Títulos monetarios no incluidos en ALP (pagarés de empresa) (c)	-50	142	-10	338
Títulos de renta fija	105	157	158	134
Títulos de renta variable	104	39	130	26
Créditos al exterior	-20	-26	-29	-33
<b>2. Variación de pasivos financieros</b>	<b>61</b>	<b>527</b>	<b>207</b>	<b>879</b>
Títulos del mercado monetario	-25	147	-1	318
<i>Letras</i>	-50	-2	-61	-3
<i>Pagarés de empresa (c)</i>	25	149	60	321
Títulos de renta fija	-10	-49	-16	-76
<i>Emisiones netas</i>	61	-41	55	-68
<i>Asumidas por el Estado</i>	-71	-8	-71	-8
Títulos de renta variable	134	27	150	28
Créditos	-98	342	-2	527
De instituciones financieras (d)	230	395	357	565
<i>En pesetas</i>	327	408	484	555
<i>En moneda extranjera</i>	-97	-13	-127	10
<i>De bancos</i>	72	161	126	174
<i>De cajas</i>	119	186	186	338
<i>De cooperativas</i>	3	20	7	21
<i>Del crédito oficial</i>	36	52	39	53
<i>De otras instituciones financieras</i>	-	-24	-1	-20
Del exterior	-328	-53	-359	-38
Inversiones extranjeras en inmuebles	60	60	76	82
PRO MEMORIA (%):				
ALP (*) (e)	15,0	14,3	14,3	14,2
Total activos financieros (*) (e)	11,9	12,7	12,0	13,1
Crédito interno (*) (e)	8,8	12,8	8,3	11,8
Total pasivos financieros (*) (e)	3,4	8,3	3,6	8,7

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

(b) Véase detalle en el cuadro 10.

(c) Incluye transferencias de créditos.

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

(e) Tasa anual de variación.

# Regulación financiera. Segundo trimestre de 1987

Al igual que ya ocurrió en el primero, el segundo trimestre de 1987 ha sido muy fecundo en cuanto a las modificaciones introducidas en el sistema financiero, afectando algunas de ellas a facetas importantes del mismo y siendo otras simples desarrollos de modificaciones introducidas con anterioridad.

La creación y regulación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, avanzando en la línea del ya existente para los pagarés del Tesoro, ha sido un paso muy importante. Este sistema nace con la finalidad de impulsar y dinamizar la negociación de los valores públicos en los mercados de capitales primarios y secundarios, dotándolos de las características que exigen los mercados propios de un sistema financiero desarrollado, amén de facilitar la cobertura de las necesidades financieras del Estado.

El nacimiento de un nuevo activo público a corto plazo, la letra del Tesoro, ha sido otra novedad interesante. Surge con una doble finalidad: servir de instrumento para el control monetario y permitir una financiación del déficit del Estado en condiciones de mercado. Con respecto a los pagarés, las letras del Tesoro pierden la opacidad fiscal y la computabilidad en el coeficiente de inversión.

La necesidad de impulsar el ahorro a largo plazo y una vocación prioritariamente social, son los criterios que determinan la instauración y regulación de los planes y fondos de pensiones, en línea con la experiencia de los países de nuestro entorno económico. Basados en sistemas de capitalización y con un tratamiento fiscal muy favorable, su finalidad consiste en satisfacer a sus partícipes, o a los beneficiarios de éstos, determinadas prestaciones de jubilación, invalidez, orfandad o viudedad. También en el ámbito de la previsión social, durante el pasado trimestre ha visto la luz el Reglamento de Entidades de Previsión Social.

Para las entidades de depósito, y tras la liberalización de tipos de interés ya comentada en el pasado trimestre, el Banco de España ha publicado una circular en la que se detallan las normas de actuación con la clientela, en la línea de hacer más transparentes las relaciones de las entidades de depósito con sus clientes. Así, por ejemplo, se concretan las fórmulas matemáticas para el cálculo de tipos de interés y las condiciones de publicidad de éstos. Por otro lado, se amplía la colaboración de las entidades de depósito con el Tesoro a la vertiente del gasto público.

A lo largo de este segundo trimestre se han tomado también medidas por las que se modifican aspectos parciales de los coeficientes de caja e inversión. En el coeficiente de caja, ante las dificultades de control monetario, se eleva el nivel del tramo remunerado en medio punto y se introducen variaciones en la composición de los pasivos computables que afectan a los saldos en moneda extranjera y a los saldos en pesetas convertibles. En el caso del coeficiente de inversión se complementa la regulación ya establecida y comentada en el anterior trimestre, concretándose aspectos como la composición de pasivos computables, valoración de estos, criterios de cumplimiento y deberes de información y declaración de las entidades de depósito al Banco de España.

Por lo que afecta a las entidades delegadas, y por las mismas razones aducidas para modificar el coeficiente de caja, se prohíbe la remuneración de las cuentas extranjeras en pesetas convertibles.

Se ha aprobado, también, el reglamento de inversiones españolas en el exterior que desarrolla el decreto sobre esta misma materia, que ya fue comentado en el cuarto trimestre de 1986, con una óptica liberalizadora.

Por último, cabe citar la inclusión en las cotizaciones del mercado español de divisas del ECU y la aprobación del reglamento del Consorcio de Compensación de Seguros.

## **ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO**

La existencia de mercados de capitales eficientes constituye uno de los elementos básicos de todo sistema financiero moderno. Para conseguir este objetivo en el ámbito de los mercados de deuda pública, el RD 505/1987, de 3 de abril, desarrollado por la OM de 19 de mayo de 1987 ha dispuesto la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para las emisiones del Estado y la organización de una Central de Anotaciones gestionada por el Banco de España. Este, a su vez, ha establecido el régimen de funcionamiento de la mencionada Central de Anotaciones en cuenta y de las relaciones con los titulares de cuentas en la misma, y con el sistema de compensación específico organizado para las bolsas de comercio, en la circular número 16/1987 de 19 de mayo, y ha desarrollado los principios que regulan las relaciones de las entidades gestoras con sus comitentes, y la diversa problemática de las operaciones que realizan con éstos en la número 20/1987 de 9 de junio.

El primer precedente en España de un sistema de anotaciones contables es el Nuevo Sistema de Liquidación y Compensación para las bolsas oficiales de comercio, establecido por D 1128/1974 de 25 de abril, que admite la fungibilidad de los títulos, sin que esto suponga su desaparición. Posteriormente se desarrolló para los pagarés del Tesoro un sistema puro de anotaciones, instrumentado a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero en el Banco de España, en el que se sustituía al propio título—valor físico por referencias técnicas procesables informáticamente, simplificando el tráfico de los títulos y las operaciones vinculadas a éste.

Con el sistema de anotaciones en cuenta ahora regulado se pretende facilitar la financiación del déficit público y el desarrollo de mercados mayoristas de deuda pública entre instituciones financieras, básicos para la existencia de mercados al detalle sólidos y estables. Por otra parte, se espera que su desarrollo permita una instrumentación más eficiente de la política monetaria mediante operaciones de mercado abierto.

Dado que el sistema de anotaciones en cuenta ha sido objeto de un extenso comentario en esta misma publicación (1), aquí se reseñarán únicamente sus principales rasgos.

En cuanto al ámbito de aplicación, el sistema de anotaciones abarca la deuda del Estado y del Tesoro, dejando al margen —de momento— a los pagarés del Tesoro, que siguen con su sistema particular. La deuda a medio y largo plazo del Estado de nueva emisión estará representada en anotaciones en cuenta cuando en las condiciones de la misma se determine expresamente. Por el contrario, la letra del Tesoro —deuda a corto plazo— deberá representarse necesariamente en anotaciones. Para la deuda ya emitida y en circulación, se establecen mecanismos de transformación de los títulos valores en anotaciones en cuenta.

Tres son los tipos de agentes que aparecen vinculados al sistema: los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, las entidades gestoras y los terceros no titulares y poseedores de anotaciones. Los primeros, deben ser entidades e intermediarios financieros con unos recursos propios no inferiores a 200 millones de pesetas que se sometan a las obligaciones formales derivadas de la pertenencia al sistema. Las entidades gestoras son titulares de cuentas que pueden mantener en la Central de Ano-

(1) Véase «El sistema de anotaciones en cuenta de deuda del Estado», en *Boletín Económico* del Banco de España, mayo 1987, págs. 37 a 43.

taciones posiciones de terceros además de las suyas propias. Pueden adquirir tal condición, previa autorización individual, los titulares de cuentas con recursos propios de 1.000 millones de pesetas al menos (1) que sean bancos, cajas de ahorro, Caja Postal, sociedades mediadoras en el mercado de dinero o sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados. La participación de terceros en el sistema sólo puede llevarse a cabo a través de las entidades gestoras, por medio de las cuentas de éstas en la Central.

El cauce de comunicación entre la Central de Anotaciones y los titulares de cuentas será el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero del Banco de España. Los abonos y cargos a que den lugar las operaciones de deuda anotada –amortizaciones, traspasos, intereses, etc.– se realizarán a través de las cuentas de efectivo que los titulares deben tener en el Banco de España.

Los saldos que las entidades gestoras mantengan en cuenta de terceros –llamados clientes o comitentes– deberán aparecer desglosados en las cuentas de la Central de Anotaciones. Cada operación que realicen las entidades gestoras con sus comitentes y que genere un saldo de deuda anotada en sus cuentas, originará un registro. Los registros, se llevarán por orden cronológico de incorporación y separados para cada valor. Al dar de alta en los registros una operación por cuenta de tercero, la entidad gestora expedirá y entregará al comitente un resguardo acreditativo de la misma. Estos resguardos no son acreditativos del valor, ni transmisibles ni negociables; solamente tienen una finalidad identificativa de las anotaciones que pertenecen al comitente. Además de estos resguardos, los clientes pueden solicitar a la entidad gestora documentos acreditativos de los saldos de deuda anotada que mantenga a su nombre.

Un aspecto importante referido a los saldos de terceros que mantengan las entidades gestoras, es que dichos saldos no pueden estar afectos ni a trabas ni a garantías ni a compromisos de reventa anteriormente contraídos por la entidad gestora. Esta última restricción no es de aplicación a la deuda del Tesoro a corto plazo instrumentada en letras y podrá ser levantada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en el caso de la Deuda del Estado, cuando la Central de anotaciones establezca los mecanismos complementarios de información y control que permita asegurar la supervisión del sistema y la protección de los inversores.

(1) Transitoriamente para los dos próximos años, se autoriza un límite inferior cifrado en 750 millones de pesetas.

Las obligaciones de las entidades gestoras frente a sus clientes abarcan la suscripción, mantenimiento, canje, conversión, reembolso, negociación en el mercado secundario y demás operaciones relativas a la deuda anotada, incluidas las liquidaciones por intereses y/o amortizaciones, en las cuales realizarán las retenciones fiscales que procedan. Deben comunicar diariamente a la Central de Anotaciones el saldo de cada valor correspondiente a terceros, y semanalmente el detalle diario, por cada valor, de los registros efectuados durante la semana, atendiendo a los criterios de fecha valor o de cancelación. Por su parte, la Central comprobará, para cada valor, la coincidencia entre los registros vivos de cada entidad y los saldos segregados comunicados diariamente a la Central. En cualquier momento, el cliente titular de deuda anotada en una entidad gestora, no sujeta a compromisos o trabas, podrá solicitar el traspaso de su saldo a otra entidad gestora.

Dentro del sistema de anotaciones en cuenta, se arbitra un mercado secundario con dos estratos:

a) Entre titulares de cuentas en la Central de Anotaciones se podrán realizar compraventas simples al contado y compraventas con pacto de retrocesión a fecha fija. En estas últimas, el comprador adquiere la plena propiedad de los valores, por lo que le corresponde el ejercicio de todos los derechos derivados, pudiendo efectuar, a su vez, operaciones con pacto de recompra de los valores así adquiridos, siempre que la fecha de recompra no exceda la fecha del compromiso de reventa anterior.

b) Entre los no titulares de cuentas, las operaciones en el mercado secundario se deben realizar a través de las entidades gestoras. Estas operaciones podrán ser compraventas simples al contado, compraventas simples a plazo –no autorizadas por el momento–, compraventas con pacto de retrocesión a fecha fija y compraventas con pacto de retrocesión a la vista. Las entidades gestoras pueden actuar en estos casos: a) ofreciendo contrapartidas en nombre propio, si cotizan públicamente precio comprador y vendedor; b) como comisionistas buscando contrapartida en el mercado; y c) limitándose a realizar las anotaciones por orden conjunta de las partes contratantes. Los precios de las operaciones con pacto de recompra deberán atenerse a las circulares 7/1987 y 8/1987 del Banco de España, de modo que se empleen valores de mercado.

Se faculta al Ministro de Economía y Hacienda para autorizar otros posibles sistemas de compensación y liquidación. Uno de ellos, es el organizado por las bolsas oficiales de comercio. Deberá contemplar un sistema de referencias numéricas identificativas

de las operaciones que se realicen en su seno. Podrán ser entidades gestoras adheridas a este sistema específico, las entidades gestoras que cumplan las exigencias que la adhesión al régimen específico comporte. Estas entidades gestoras mantendrán desglosados dentro de sus cuentas en la Central de Anotaciones los saldos de terceros incluidos en este sistema específico. La coordinación de la actuación de las entidades gestoras adheridas y del sistema, se encomienda al Servicio de Coordinación de Bolsas.

Otros sistemas específicos de compensación y liquidación son los establecidos entre entidades gestoras para las operaciones que se crucen entre ellas, bien sea por cuenta propia, bien sea por cuenta de comitentes. Están sujetos a la aprobación del Ministro de Economía y Hacienda y a la supervisión del Banco de España. También se les exigen provisiones suficientes para la cobertura de los posibles fallidos en operaciones entre entidades asociadas al sistema.

Los titulares de cuentas de deuda anotada en la Central podrán mantener saldos inmovilizados propios o, en el caso de entidades gestoras, de clientes afectos al cumplimiento de derechos de garantía, afianzamiento u otras cauciones. La Central de Anotaciones procederá —a solicitud de sus titulares— a inmovilizar en la respectiva cuenta los importes afectos a garantías y a expedir las correspondientes certificaciones. Los titulares de deuda anotada en una entidad gestora, deben solicitar las inmovilizaciones a través de la misma. La entidad gestora, en estos casos, dará de baja de su saldo de terceros desglosado en la Central el nominal afectado por la inmovilización. La Central de Anotaciones también podrá efectuar inmovilizaciones a solicitud de la autoridad judicial.

Para la suscripción y transmisión de deuda anotada, no se exige la intervención de fedatario público; tampoco se exige en la transformación de títulos físicos a anotaciones, pero sí en la transformación contraria.

Las tarifas de comisiones a aplicar por las entidades gestoras a sus clientes por la gestión de saldos de valores en deuda anotada son libres, pero están sujetas a las condiciones de publicidad y comunicación al Banco de España establecidas para las entidades de depósito en la circular 15/1987.

La supervisión, inspección y limitación de riesgo asumido en el sistema de deuda anotada, se encomienda al Banco de España.

Finalmente, se señalan las obligaciones fiscales de la Central de Anotaciones y de las entidades ges-

toras, tanto las referentes a información a la administración tributaria, como las referentes a retenciones a practicar en el pago de intereses y en las amortizaciones y transmisiones de valores.

## **DEUDA DEL TESORO: CREACION DE LA LETRA DEL TESORO Y SUPRESION DE LAS SUBASTAS DE PAGARES**

La progresiva pérdida por parte de los pagarés del Tesoro de sus cualidades como instrumentos de regulación e intervención en los mercados monetarios, debida a las interferencias fiscales introducidas por la ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, ha determinado que el Ministerio de Economía y Hacienda disponga la creación, por OM de 11 de junio de 1987 y en uso de la autorización contenida en la ley 21/1986 de Presupuestos Generales del Estado para 1987, de una nueva modalidad de deuda del Tesoro a corto plazo: la letra del Tesoro. Por su parte, la circular del Banco de España número 21/1987, de 16 de junio, concreta algunos aspectos de la regulación de este activo.

El fin primordial de la letra del Tesoro es servir de instrumento regulador de la intervención monetaria y, a la vez, contribuir a una financiación más ortodoxa del déficit del Estado.

Las letras del Tesoro se emitirán al descuento —esto es, tendrán rendimientos implícitos— a plazos no superiores a los dieciocho meses. Solamente estarán representadas en forma de anotaciones en cuenta, por lo que no son susceptibles de transformación a título—valor, y no serán activos computables a efectos de la cobertura del coeficiente de inversiones obligatorias.

La emisión de las letras del Tesoro se realizará conforme a uno de los dos siguientes procedimientos: a) subasta competitiva; o b) asignando la emisión total o parcialmente al Banco de España. Las letras que se encuentren en la cartera de esta última entidad, podrán ser amortizadas anticipadamente por disposición del Director General del Tesoro y Política Financiera.

Las subastas serán ordinarias —a celebrar cada dos semanas— o especiales— si no tienen esta periodicidad. Podrán presentar peticiones tanto los titulares de cuentas en la Central de Anotaciones, como personas físicas o jurídicas que no sean titulares de cuentas. Estas últimas pueden optar entre presentarlas en el Banco de España o presentarlas a través de una entidad gestora. En el primer caso se deberá depositar —al menos— el 2% del nominal solicitado

en el momento de la presentación de la solicitud, salvo que se trate de peticiones de reinversión, indicándose la entidad gestora a cuya cuenta se desea que sean asignados los saldos representativos de las letras suscritas.

Las peticiones pueden ser competitivas o no competitivas. En ambos casos el valor nominal mínimo será de un millón de pesetas. En las no competitivas, cada postor solamente podrá presentar una petición, con un importe máximo de veinticinco millones de pesetas. En las competitivas, no existen limitaciones y el postor deberá indicar el precio —expresado en tanto por ciento— que está dispuesto a pagar por cada letra.

Una vez clasificadas las peticiones competitivas de mayor a menor precio ofertado, y teniendo en cuenta el nominal que se desea emitir, se fijará el precio mínimo de la emisión, quedando adjudicadas todas las peticiones competitivas de precio ofertado igual o mayor. Las peticiones no competitivas se aceptarán en su totalidad, siempre que hubiese sido aceptada alguna competitiva, al precio medio ponderado de las peticiones competitivas aceptadas. Estas últimas se adjudicarán al precio ofertado si es inferior al medio ponderado, y a éste si fuera superior.

A efectos operativos, las diferentes emisiones de letras del Tesoro se identificarán exclusivamente por la fecha de vencimiento. Así dos emisiones realizadas en fechas distintas pero con el mismo vencimiento, se considerarán como una sola emisión.

En cuanto al régimen fiscal de las letras del Tesoro, la emisión y transmisión de las mismas estarán exentas del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, no siendo valores aptos para dar derecho a desgravaciones. Sus rendimientos no están sujetos a retenciones, pero tanto la Central de Anotaciones como las entidades gestoras que intervengan en la negociación de letras del Tesoro deberán cumplir las obligaciones de información a la Administración Tributaria en los términos establecidos en el número 4 del artículo 11 del RD 505/1987 y en el artículo 18 de la orden de 19 de mayo de 1987.

Las operaciones de suscripción, transmisión o negociación de las letras del Tesoro no exigirán la intervención de fedatario público, al tratarse de activos representados exclusivamente en anotaciones en cuenta.

Las letras del Tesoro vendidas por las entidades gestoras a sus comitentes con pacto de recompra, podrán estar sujetas a compromisos de reventa ante-

riormente contraídos por la entidad gestora, no siendo de aplicación la prohibición transitoria que para estas operaciones se establece con carácter general para la deuda del Estado.

Finalmente, se suprimen las subastas de pagarés del Tesoro, de modo que la resolución que anuncie la emisión a realizar cada dos semanas deberá indicar el precio a pagar por cada pagaré y el tipo de interés equivalente. A este precio, se aceptarán todas las solicitudes presentadas. Las peticiones de quienes no sean entidad delegada ni intermediario financiero se presentarán bien a través de una entidad delegada, bien directamente en el Banco de España. En ambos supuestos deberá desembolsarse en su totalidad el importe solicitado en el momento de la presentación.

## PLANES Y FONDOS DE PENSIONES

La consecución de objetivos de política social y el estímulo del ahorro a largo plazo, han conducido a la regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, por ley 8/1987 de 8 de junio.

Los planes de pensiones son instituciones de previsión voluntaria y libre, cuyas prestaciones —de carácter privado— pueden o no ser complemento del sistema público de Seguridad Social, al cual no sustituyen. Estas prestaciones, se refieren a percepciones de capitales o rentas —temporales o vitalicias— por contingencias de jubilación, supervivencia, viudedad, orfandad, o invalidez. En un plan de pensiones, intervienen tres tipos de sujetos: a) el promotor, que puede ser cualquier entidad, corporación, sociedad, asociación, sindicato o colectivo; b) los partícipes o personas físicas en cuyo interés se crea el plan; y c) los beneficiarios o personas físicas con derecho a las prestaciones, que pueden o no ser partícipes. Los planes pueden ser de prestación definida, de aportación definida o mixtos; en razón de los sujetos constituyentes, cabe hablar de tres sistemas de plan: de empleo, de asociación e individual.

Deben cumplir el requisito de no discriminación, permitiendo el acceso al plan de cualquier persona física que reúna las condiciones exigidas. Los planes de pensiones se instrumentarán obligatoriamente con sistemas financieros y actuariales de capitalización, constituyéndose las reservas mínimas que se requieran reglamentariamente, con independencia de la contratación voluntaria de seguros, avales y otras garantías. Este sistema financiero—actuarial ha de ser revisado por un actuario y rectificado —si procede— cada tres años.

Las aportaciones a los planes de pensiones, se deberán integrar en una cuenta de posición del plan en un fondo de pensiones, con cargo a la cual se atenderán las prestaciones previstas. La ley establece que las aportaciones del promotor serán irrevocables. Por otra parte, las aportaciones anuales máximas de la unidad familiar, incluidas las que los promotores imputen a ésta, no podrán rebasar la cantidad de 750.000 pesetas.

La supervisión de cada plan de pensiones se encomienda a una comisión de control integrada por representantes del promotor, partícipes y beneficiarios.

Un fondo de pensiones no es sino un medio de instrumentar un plan de pensión previo. Se conciben como instituciones sin personalidad jurídica vinculadas al cumplimiento de los fines de uno o varios planes de pensiones. Pueden ser abiertos, si canalizan las inversiones de otros fondos de pensiones, o cerrados, en caso contrario.

Serán administrados por una Entidad Gestora y un Depositario. La supervisión, se encomienda a una Comisión de control que coincide con la del plan de pensiones si el fondo instrumenta un único plan. En caso contrario, se formará con representación de las comisiones de control de todos los planes.

Los fondos tendrán como misión invertir los recursos patrimoniales de los planes de pensiones con criterios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia de plazos adecuados a sus finalidades. Reglamentariamente, se determinará el porcentaje mínimo a invertir en activos financieros contratados en mercados reconocidos oficialmente y de funcionamiento regular; este porcentaje, junto a las inversiones en créditos con garantía hipotecaria y en inmuebles, no podrá ser inferior al 75%.

La inversión en títulos emitidos o avalados por una misma entidad se fijará por el Gobierno, no pudiendo exceder del 5% —en valor nominal— del total de títulos en circulación de dicha entidad. La suma de estas inversiones en una entidad y los créditos y avales otorgados a la misma tendrá como tope máximo el 10% del total de activos financiados integrados en el fondo de pensiones. La ley 8/87 extiende esta última limitación a los títulos emitidos y créditos recibidos por entidades diferentes pero pertenecientes a un mismo grupo. En cuanto a los activos emitidos o avalados por el Estado, Organismos Autónomos, Comunidades Autónomas, Entidades públicas no nacionales y Organismos Financieros Internacionales, no sufrirán las anteriores limitaciones. Los tipos de interés de los depósitos de los fondos de pensiones serán libres. Las obligaciones frente a

terceros no podrán superar el 5% del activo del fondo.

La ley regula también las características de las entidades gestoras y depositarias de fondos de pensiones. Pueden ser Entidades Gestoras las sociedades anónimas con un capital desembolsado —fondo mutual en el caso de entidades de previsión social— de 100 millones de pesetas más un 1% del exceso del activo total del fondo sobre 1.000 millones de pesetas. Además, las acciones serán nominativas y su único objeto social será la administración de fondos de pensiones. No podrán emitir obligaciones ni acudir al crédito y deberán materializar su patrimonio en los activos que reglamentariamente se determinen.

También pueden ser entidades gestoras de fondos de pensiones las entidades aseguradoras con autorización para operar en España en el ramo de vida y siempre que cumplan los requisitos de capital indicados en el anterior párrafo.

En cuanto a las entidades depositarias, encargadas de la custodia y depósito del patrimonio de los fondos, deberán ser entidades de depósito. Cada fondo de pensiones sólo puede tener un depositario, que no puede ser a la vez gestor.

La Ley establece un régimen de inspección administrativa dependiente del Ministerio de Economía y Hacienda al cual deberán remitir las Entidades Gestoras la información que reglamentariamente se establezca, y regula y gradúa las infracciones y sanciones aplicables a las mismas.

Por lo que respecta al régimen fiscal de los planes y fondos de pensiones, las contribuciones de los promotores son deducibles en el impuesto sobre la renta de las personas físicas o de sociedades, según el caso. Los promotores deben imputar a cada partícipe del plan la parte que le corresponda de su aportación, cantidad que el partícipe deberá incluir en su base imponible del impuesto sobre la renta. Las aportaciones particulares de los partícipes se pueden deducir de la base imponible con el límite del 15% de los rendimientos netos del trabajo o 500.000 pesetas. El exceso no deducido en la base, puede serlo en la cuota, pero sólo en un 15%. Las prestaciones percibidas del plan de pensiones, se integrarán, como un rendimiento más, en la base imponible del perceptor.

En cuanto a los fondos de pensiones, están sujetos a gravamen a tipo cero en el impuesto de sociedades. Por tanto, podrán solicitar la devolución de

las retenciones que se les practiquen sobre los rendimientos del capital mobiliario.

Finalmente, se establece un régimen transitorio, de un año desde la entrada en vigor del Reglamento que desarrollará la ley 8/1987, para que las entidades de previsión social, fundaciones laborales y otras instituciones de previsión del personal, así como los fondos constituidos para la cobertura de prestaciones análogas a las previstas por los planes de pensiones, puedan constituirse en fondos de pensiones.

### **ENTIDADES DE PREVISION SOCIAL: DESARROLLO DE ALGUNOS ASPECTOS REGLAMENTARIOS**

El RD 2615/1985, de 4 de diciembre (1) aprobó el reglamento de Entidades de Previsión Social, en desarrollo de la Ley 33/1984 de ordenación del seguro privado. El detalle concreto de algunos aspectos del citado RD y las dudas sobre la interpretación en algunos de sus preceptos, han inducido al Ministerio de Economía y Hacienda a dictar la orden de 9 de abril de 1987 con el fin de solventar estas cuestiones.

Para las Mutualidades de Previsión Social se imposibilita la captación de socios por parte de corredores o agentes de seguros o de terceros, al prohibirse la contraprestación económica a éstos. De esta manera, la incorporación de socios a estas Mutualidades deberá hacerse directamente por éstas, sin mediación. Por otro lado, se limitan los gastos de administración de éstas —una vez deducidas las comisiones o participaciones percibidas por operaciones de reaseguro cedido— al 25% de las cuotas recaudadas en el ejercicio, de no existir otro límite fijado por la Comunidad autónoma correspondiente.

Las operaciones de coaseguro y reaseguro quedan prohibidas para las Mutualidades de Previsión Social, salvo las que concierten con sus Federaciones o con la Confederación Nacional. Las Entidades de Previsión Social, Federaciones y Confederación Nacional, con la limitación señalada para las Mutualidades, pueden recurrir libremente al reaseguro, si bien la OM establece mecanismos de control y posible intervención de la Dirección General de Seguros en los planes de reaseguro. Las operaciones de reaseguro de las Federaciones y de la Confederación Nacional, quedarán sometidas al mismo régimen normativo que las de las Entidades de Previsión social en cuanto a provisiones técnicas, margen de solvencia e información estadístico-contable.

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

La relación jurídica de las Entidades de Previsión Social con sus socios, se regirá —en cuanto éstos son tomadores de seguro— por la ley 33/1984 de Ordenación del Seguro Privado, la ley 50/1980 de Contrato de Seguro y otras normas que regulen la actividad aseguradora. No obstante, la emisión de pólizas por parte de las Entidades de Previsión Social será potestativa, siempre y cuando se consignen en los Estatutos y en reglamentos específicos las normas contractuales de las prestaciones que se otorguen, normas complementarias de las establecidas en la ley 50/1980.

Finalmente, los estatutos de la Mutualidades de Previsión Social deberán contener normas concretas que permitan una efectiva participación de los mutualistas en el gobierno de la entidad.

### **ENTIDADES DE DEPOSITO: TIPOS DE INTERES, COMISIONES Y NORMAS DE ACTUACION CON LA CLIENTELA**

La disposición final de la OM de 3 de marzo de 1987 sobre liberalización de tipos de interés y comisiones y sobre normas de actuación de las entidades de depósito (1), faculta al Banco de España para desarrollar el contenido de la propia orden. En uso de esta atribución, ha sido publicada la circular del Banco de España número 15/1987 de 7 de mayo.

Dicha circular dispone que los tipos de interés, costes o rentabilidades se deberán expresar en tasas porcentuales anuales a término por vencido equivalentes, calculadas sobre el importe efectivo de la operación, con dos decimales al menos. En definitiva, el tipo de interés que se hace público será aquél que iguale el valor actual de la cantidad —o cantidades— recibida por el prestatario, el cliente de la entidad en las operaciones activas de ésta o la propia entidad en las pasivas, y la suma de los valores actuales de todos los reembolsos periódicos a efectuar en concepto de capital, intereses y demás gastos.

En las operaciones de activo, el cálculo de los intereses se realizará sobre el efectivo recibido por el cliente, entendiendo por éste la cantidad puesta a su disposición después de deducidos los intereses —en el caso de operaciones al descuento—, las comisiones y demás gastos a favor de la entidad, sin incluir en la deducción otros gastos complementarios o suplidos a favor de terceros (timbres, corretajes, gastos notariales, etc.). Las comisiones de apertura de las cuentas de crédito podrán periodificarse para

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1987, pág. 46.

distribuirse como carga a lo largo de la vida del crédito; de no haberse fijado plazo, se distribuirán en las liquidaciones de intereses del primer año.

El coste efectivo del descuento de papel comercial, solamente incluirá el exceso de comisiones —por cada efecto— sobre los mínimos tarifados. Si se trata de efectos a menos de 15 días todos sus costos, incluidos los intereses, se entenderán como servicio de cobranza.

Las liquidaciones derivadas de morosidad, se tratarán independientemente de las liquidaciones de intereses.

En el caso de las operaciones pasivas, los cálculos de intereses se referirán a importes brutos, antes de las oportunas retenciones fiscales.

La CBE 15/1987, también determina la información que las entidades de depósito deben dar a conocer en lugar visible. Esta información, abarca: *a)* tipos de interés preferenciales —entendidos como aquéllos a los que están dispuestos a operar las entidades con clientes de primera calidad en operaciones crediticias ordinarias, sin garantías reales, ni avales bancarios —para descuento comercial a 90 días y créditos y préstamos a un año; *b)* tipo de interés de los descubiertos en cuenta corriente; y *c)* tipo de interés de los excedidos en cuenta de crédito. Voluntariamente, pueden ser publicados otros tipos de interés. A estos efectos informativos, no deberán tenerse en cuenta las comisiones y otros gastos, y las entidades comunicarán, antes de su aplicación, al Banco de España las informaciones mencionadas y sus posteriores modificaciones.

Se hace obligatorio el establecimiento de tarifas de comisiones, condiciones y gastos repercutibles ante la clientela. Deberán remitirse al Banco de España, quince días antes de su puesta en práctica, para su examen y estarán a disposición del público para su consulta.

El anexo V de la circular, determina las fechas de valoración a efectos del devengo de intereses, para diferentes operaciones de activo y de pasivo. En general, se fija como vencimiento de los adeudos la fecha en que se cumplimentan, y de los abonos la del día hábil siguiente. Si se trata de cuentas del mismo cliente entre las que se cruzan operaciones, la fecha de valoración del adeudo y del abono deberá coincidir. En este aspecto, se ha producido un cambio de criterio en la valoración aplicable a las impositivas de ahorro ordinario, ya que anteriormente la fecha de valoración era, para los abonos, el primer día de la quincena natural siguiente, y, para

los adeudos, el primer día de la quincena en que se producen.

Por último, la circular determina —como una novedad— que las adquisiciones por una entidad de cualquier título negociable emitido por ella misma, supondrán su baja inmediata en el pasivo del balance. No obstante, recogiendo disposiciones anteriormente establecidas, señala que el importe de los bonos de caja y obligaciones de cotización calificada propios, poseídos como consecuencia de asegurar contrapartida en el mercado, no podrá exceder del 2% de los bonos y obligaciones en circulación, y que el importe de los títulos hipotecarios propios poseídos como consecuencia de la intervención en el mercado secundario, no podrá exceder del 5% del total emitido.

Las disposiciones comentadas, entraron en vigor el 1 de junio de 1987.

#### **ENTIDADES DE DEPOSITO: COLABORACION CON EL TESORO**

Tradicionalmente los servicios de pagos e ingresos del Tesoro venían realizándose bien a través del Banco de España, bien a través de las cajas de las delegaciones y administraciones de Hacienda. En los últimos años, las entidades de depósito han empezado a colaborar con el Tesoro en la vertiente de los ingresos públicos, cumpliendo funciones de recaudación impositiva. Esta colaboración, se ha extendido a la vertiente de los gastos públicos por RD 640/1987 de 8 de mayo.

El citado RD reglamenta el régimen general de los pagos a justificar, y desarrolla la disposición adicional octava de la ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, que modifica el Art. 110 de la ley 11/1977 General Presupuestaria, disponiendo que —en determinados supuestos, bajo ciertas condiciones y previo convenio— los fondos librados por el Tesoro con el carácter de anticipos a justificar a favor de ministerios u organismos autónomos, pueden ser colocados en entidades de depósito distintas del Banco de España.

Las disposiciones de los fondos así colocados, se efectuarán mediante cheques nominativos o transferencias bancarias, autorizadas con las firmas mancomunadas del Cajero pagador y del funcionario que designe el Jefe de la Unidad Administrativa a la que esté adscrita la caja pagadora, o —en su caso— de los sustitutos de los mismos.

## **COEFICIENTE DE CAJA: PASIVOS COMPUTABLES DE LAS ENTIDADES DELEGADAS Y ELEVACION DE NIVEL**

Ante la persistencia de dificultades en el control de los principales agregados monetarios, se han arbitrado medidas correctoras en torno al coeficiente de caja de las entidades de depósito. En este sentido, han visto la luz últimamente la OM de 21 de abril de 1987, la CBE 12/1987 de 22 de abril y la CBE 18/1987 de 26 de mayo, si bien esta última solamente refunde las anteriores circulares sobre coeficiente de caja, derogando —en consecuencia— la CBE 12/1987 y absorbiendo su contenido. Las modificaciones que estas disposiciones introducen en la regulación del coeficiente de caja, afectan a la composición de los pasivos computables y al nivel del coeficiente.

En cuanto a los pasivos computables en el coeficiente de caja, la referida OM incluye los recursos ajenos denominados en moneda extranjera, una vez deducidos los activos en esa misma clase de moneda, facultando al Banco de España para que tal inclusión se realice por los saldos o por los incrementos. Haciendo uso de esta facultad, el Banco de España introduce entre los pasivos computables en el coeficiente de caja los incrementos que experimenten los recursos ajenos denominados en moneda extranjera, una vez deducidos los incrementos de los activos denominados en la misma clase de moneda, y tomando como base de cómputo para los incrementos los saldos que recursos ajenos y activos presenten a 22 de abril de 1987. Si la cantidad así obtenida fuera positiva, se sumaría al resto de pasivos computables en el coeficiente de caja. Esta adición, se hará desde el 23 de abril para bancos y cajas de ahorro, y desde el 30 de abril para cooperativas de crédito.

Siguiendo con las modificaciones acaecidas en la composición de los pasivos computables en el coeficiente de caja, se deroga lo dispuesto en la CBE 4/87 de 11 de marzo de 1987 (1). A través de esta derogación, se excluyen de la computabilidad los incrementos de los recursos mantenidos en pesetas convertibles, pasando a ser computables tales recursos por sus saldos, desde el 21 de abril para bancos y cajas y desde el 30 de abril para cooperativas de crédito.

Otra modificación de la composición de los pasivos computables, afecta a las cesiones temporales de pagarés del Tesoro y deudas del Estado y del Tesoro. Quedan excluidas de los pasivos computables

estas cesiones, sólo cuando correspondan a títulos representados en anotaciones en cuenta.

Finalmente, se ha elevado el nivel del coeficiente en medio punto dentro del tramo remunerado. De esta manera, para bancos y cajas de ahorro el coeficiente total queda fijado en el 19,5% y para el resto de las entidades sujetas a coeficiente en el 17%. Este nuevo nivel se viene aplicando desde la tercera decena de abril.

## **ENTIDADES DE DEPOSITO: COEFICIENTE DE INVERSION**

Dentro del marco general sobre coeficiente de inversiones obligatorias de las entidades de depósito establecido por ley 13/1985 de 25 de mayo, el RD 321/1987 de 27 de febrero vino a concretar algunos aspectos de dicho coeficiente, tales como activos de cobertura, límites para determinar la rentabilidad mínima de éstos, porcentaje que deben suponer los pasivos computables y mecanismo de compensación de los posibles incumplimientos transitorios de coeficiente (1).

Completando la regulación anterior, han visto la luz en los últimos meses la orden de 29 de abril de 1987 y la CBE 14/1987, por las que se da cumplimiento a la autorización que otorga el artículo 2.º de la ley 13/1985 al Ministerio de Economía y Hacienda para fijar los recursos sobre los que se determinará la obligación de invertir y la disposición transitoria por la que se encomienda a este Ministerio y al Banco de España establecer los planes de adaptación de las Entidades al cumplimiento de las obligaciones de inversión.

En cuanto al primer punto, se establece que los recursos computables para el cálculo del coeficiente de inversiones obligatorias sean los mismos que los recursos computables para el coeficiente de caja, con excepción de los saldos en pesetas convertibles e incrementos de los recursos en moneda extranjera deducidos los incrementos de los activos denominados en la misma clase de moneda, recientemente incluidos por OM de 10 de marzo de 1987.

La rentabilidad efectiva de los activos computables emitidos o calificados por las comunidades autónomas y de los determinados por el Gobierno y el Banco de Crédito Agrícola para el fomento del sector primario, se hará pública por la Dirección General del

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1987, pág. 46.

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1987», en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1987, págs. 46 y 47.

Tesoro y Política Financiera en base a los rendimientos internos medios mensuales del mercado secundario de Deuda Pública con vencimiento a dos o más años, ponderados por los correspondientes saldos en circulación, que elabora el Banco de España.

La valoración de los pagarés del Tesoro se hará por su nominal, mientras que en el resto de activos computables (incluidas otras deudas del Estado y del Tesoro), se tendrá en cuenta el valor contable.

El cumplimiento del subcoeficiente de pagarés del Tesoro y otras deudas del Estado y del Tesoro deberá ser decenal para los bancos y cajas de ahorro, aplicándose el mismo sistema de cómputo que para el coeficiente de caja. En cuanto a las cooperativas de crédito, será suficiente que la media de los saldos de todos los días del mes —para los festivos se toma el saldo del día hábil anterior— en relación a los pasivos computables del último día del segundo mes anterior, alcance el porcentaje vigente.

Para el resto de inversiones obligatorias, los activos computables del último día de cada mes, deberán representar frente a los pasivos computables del mes anterior un porcentaje tal que sumado al subcoeficiente de pagarés del Tesoro y deudas del Estado y del Tesoro, alcance el coeficiente de inversiones obligatorias establecido por el RD 321/1987. A los efectos de este cálculo, se toman como pasivos computables la media de los saldos diarios, excepto en las cooperativas de crédito que se toma el saldo del último día del mes. También a efectos de este cálculo, el subcoeficiente de pagarés del Tesoro y deudas del Estado y del Tesoro de bancos y cajas, se toma como media de los subcoeficientes decenales de la última decena del mes anterior y de las dos primeras del corriente; para las cooperativas de crédito, dado que no hay subcoeficiente decenal, basta considerar el correspondiente mensual, calculado según lo establecido en el párrafo anterior.

Por otro lado, se posibilita que las entidades de depósito incluyan entre sus activos computables los recursos destinados a financiar inversiones de otras entidades en activos válidos para la cobertura del coeficiente según la derogada reglamentación del RD 2254/1985 de 20 de noviembre de 1985 (1) y en activos determinados por el Gobierno y el Banco de Crédito Agrícola para el fomento del sector primario. La entidad financiada, restará los fondos así obte-

(1) Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 1985», en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1986, págs. 41, 42 y 43.

nidos de sus propios activos computables. Este tipo de operaciones, se harán a tipo de interés libremente pactado, con un mínimo de un mes de duración y a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.

Por último, la circular establece los mecanismos de declaración e información de las entidades de depósito al Banco de España, así como la fecha de entrada en vigor —inmediata— de las disposiciones. También, se señala la fecha del mes de diciembre de 1987 como aquélla en la que las cooperativas de crédito deben alcanzar el porcentaje mínimo de inversión en pagarés del Tesoro y deudas del Estado y Tesoro.

#### **ENTIDADES DELEGADAS: REMUNERACION DE LAS CUENTAS EXTRANJERAS EN PESETAS CONVERTIBLES**

La orden de 28 de abril de 1987 y CBE número 13/1987, de la misma fecha, por las que se limita la libertad de satisfacer intereses a las cuentas extranjeras en pesetas convertibles, permitida por orden de 23 de enero de 1981 (1), forma parte de las medidas tendentes a contener la generación de liquidez por el sector exterior, en orden a encauzar el crecimiento de la variable objetivo intermedio (ALP) dentro de la banda programada para el año.

En concreto, se prohíbe remunerar a las cuentas extranjeras en pesetas convertibles cuyo saldo medio —en cualquier período de cálculo de intereses— sea superior a diez millones de pesetas. Para saldos inferiores, los tipos de interés continúan siendo libres. En el caso de imposiciones a plazo fijo, la prohibición sólo será de aplicación a las cuentas que se constituyan o se renueven a partir del 28 de abril de 1987.

Como ya se ha comentado los saldos de las cuentas extranjeras en pesetas convertibles han pasado a ser computables en el coeficiente de caja, según orden de 10 de marzo de 1976 y CBE 12/1987 de 22 de abril.

Por otro lado, el oficio circular de 12 de junio de 1987 impone a las entidades delegadas la reducción de su posición corta de contado en divisas contra pesetas, a medida que vayan venciendo las operaciones, de manera que no se contraten o renueven

(1) Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 1981», en *Boletín Económico* del Banco de España, junio de 1981, págs. 61 a 63.

operaciones que puedan dar lugar al mantenimiento o la ampliación de la citada posición.

Por último, en relación con este tema, la CBE 19/1987 de 26 de mayo, establece unas nuevas instrucciones de procedimiento con respecto a la apertura, mantenimiento y comunicaciones al Banco de España de las operaciones relativas a las cuentas extranjeras en pesetas convertibles.

#### **ENTIDADES DELEGADAS: COTIZACION DEL ECU**

La progresiva adaptación de las estructuras financieras y monetarias de España a las vigentes en los países de la Comunidad Europea, ha determinado que la CBE 17/1987 de 26 de mayo admita a cotización desde el 1 de julio de 1987 en el mercado español de divisas, a la Unidad Europea de Cuenta (ECU), con un mínimo contratable en la sesión oficial de 500.000 ECUS.

#### **ENTIDADES ASEGURADORAS: REGLAMENTO DEL CONSORCIO DE COMPENSACION DE SEGUROS**

La aprobación de las leyes de Contrato de Seguro y de Ordenación del Seguro Privado, la adhesión a la Comunidad Europea, y la asunción por parte del Consorcio de Compensación de Seguros de las funciones y recursos del Fondo Nacional de Garantía de Riesgo de Circulación, de la Comisaría del Seguro Obligatorio de Viajeros y de la Caja Central de Seguros, hacían necesaria la redacción y aprobación de un nuevo Reglamento de funcionamiento del Consorcio de Compensación de Seguros. Tal aprobación, se ha producido por RD 731/1987, de 15 de mayo.

Como funciones del Consorcio se señalan: a) la cobertura de riesgos extraordinarios y nucleares; b) el aseguramiento o reaseguramiento de riesgos agrícolas, pecuarios y forestales; c) el reaseguro del Seguro de Crédito a la Exportación, en cuanto al riesgo comercial; d) el seguimiento del cumplimiento de la normativa sobre el Seguro Obligatorio del Automóvil y sobre el Seguro Obligatorio del cazador; y e) la gestión del Seguro Obligatorio de Viajeros.

Los recursos del Consorcio, pueden provenir fundamentalmente de las primas o cuotas cobradas por las operaciones de seguro directo, de los recargos sobre las primas cobradas por las entidades aseguradoras a sus clientes —según lo establecido legalmente—, y de subvenciones estatales. Además, el Consorcio de Compensación de Seguros puede efectuar operaciones de crédito, así como emitir obligaciones, bonos u otros pasivos financieros.



Información del Banco de España

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

Situación al día 30 de junio de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales				Descubiertos en c/c		Excedidos en cta/cto. (b)		Otros tipos preferenciales			
	Descuento a 90 días		Créd. y prést. a 1 año						Créd. y prést. a 3 meses		Créd. y prést. a 3 años	
	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>SIETE GRANDES</b>												
BILBAO .....	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	15,03	14,25
CENTRAL .....	15,92	14,50	17,55	16,50	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	17,55	16,50
ESPAÑOL DE CREDITO .....	15,92	14,50	17,55	16,50	25,06	23,00	25,06	23,00	17,55	16,50	16,42	15,50
HISPANO AMERICANO .....	16,22	14,75	18,11	17,00	24,12	22,00	23,88	22,00	18,11	17,00	16,70	15,75
POPULAR ESPAÑOL .....	15,30	14,00	17,00	16,00	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,00	16,00
SANTANDER .....	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(6,66)	(6,50)	17,55	16,50	16,99	16,00
VIZCAYA .....	17,13	15,50	18,68	17,50	28,65	26,00	28,65	26,00	18,68	17,50	15,86	15,00
<i>Media simple</i> .....	16,18	14,71	17,95	16,86	26,37	24,36	26,16	23,92	17,65	16,58	16,51	15,57
<b>COMERCIALES</b>												
ABEL MATUTES TORRES .....	14,13	13,00	15,59	14,75	21,55	20,00	18,40	(2,50)	—	—	—	—
ALBACETE .....	16,22	14,75	18,68	17,50	22,71	21,00	22,71	21,00	19,25	18,00	17,83	16,75
ALICANTINO DE COMERCIO .....	—	13,00	—	14,25	—	19,00	—	21,00	—	12,75	—	14,75
ALICANTE .....	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
ANDALUCIA .....	14,75	13,50	16,45	15,50	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,00	16,00
ASTURIAS .....	15,02	13,75	17,55	16,50	25,06	23,00	25,06	23,00	16,99	16,00	18,11	17,00
ATLANTICO .....	16,52	15,00	18,68	17,50	26,25	24,00	26,25	24,00	18,68	17,50	15,87	15,00
B.N.P. ESPAÑA .....	18,35	16,50	19,82	18,50	24,32	23,00	(3,03)	(3,00)	21,55	20,00	18,68	17,50
BARCELONA .....	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
BARCLAYS S.A.E. ....	15,62	14,25	16,71	15,75	25,06	23,00	25,06	23,00	15,31	14,50	16,42	15,50
CANTABRICO .....	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
CASTILLA .....	15,30	14,00	17,00	16,00	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,00	16,00
CATALANA .....	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
CITIBANK ESPAÑA .....	—	14,25	—	17,00	—	23,00	—	(4,00)	—	18,00	—	15,75
COMERCIAL ESPAÑOL .....	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(6,66)	(6,50)	17,55	16,50	16,99	16,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO .....	14,72	13,50	15,86	15,00	27,44	25,00	27,44	25,00	14,75	14,00	16,42	15,50
COMERCIO .....	15,92	14,50	16,99	16,00	25,44	24,00	26,25	24,00	15,87	15,00	17,55	16,50
CONDAL .....	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
CREDIT & COMMERCE .....	14,00	13,50	16,50	15,50	22,00	—	22,00	—	17,00	16,25	—	—
CREDITO BALEAR .....	15,90	14,50	17,00	16,00	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,50	16,50
CREDITO CANARIO .....	16,52	15,00	16,99	16,00	32,30	29,00	32,30	29,00	17,55	16,50	15,86	15,00
CREDITO COMERCIAL .....	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	14,81	14,00
CREDITO Y AHORRO .....	16,52	15,00	18,11	17,00	32,30	29,00	32,30	29,00	18,11	17,00	15,86	15,00
CREDITO E INVERSIONES .....	—	14,50	—	16,50	—	24,00	—	24,00	—	16,00	—	16,50
DEPOSITOS .....	12,96	12,00	9,31	9,00	24,32	23,00	25,00	23,00	—	—	12,55	12,00
ETCHEVERRIA .....	11,30	—	13,05	—	23,88	—	23,88	—	—	—	—	—
EUROPA .....	15,62	14,25	16,99	16,00	25,06	23,00	25,06	23,00	16,42	15,50	16,42	15,50
EXPORTACION .....	16,52	15,00	18,68	17,50	26,25	24,00	26,25	24,00	18,68	17,50	15,87	15,00
EXTERIOR DE ESPAÑA .....	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
EXTREMADURA .....	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	16,99	16,00	—	—
GALICIA .....	15,30	14,00	17,00	16,00	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,00	16,00
GENERAL .....	16,22	14,75	18,68	17,50	22,71	21,00	22,71	21,00	19,25	18,00	17,83	16,75
GUIPUZCOANO .....	15,92	14,50	17,55	16,50	27,41	25,75	—	(6,00)	16,99	16,00	16,99	16,00
HERRERO .....	14,13	13,00	16,14	15,25	24,32	23,00	—	(5,00)	17,55	16,50	16,42	15,50
HUELVA .....	—	15,00	—	15,50	—	22,00	—	(4,00)	—	15,00	—	15,50
HUESCA .....	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	—	—	—	—
INTERNAC. DE COMERCIO .....	16,52	15,00	18,11	17,00	26,84	24,50	26,84	24,50	17,55	16,50	18,11	17,00
INVERSIONES HERRERO .....	14,13	13,00	16,14	16,00	24,32	23,00	—	(5,00)	18,68	17,50	20,11	18,75
ISLAS CANARIAS .....	15,30	14,00	16,40	15,50	26,20	24,00	26,20	24,00	15,30	14,50	17,50	16,50
JEREZ .....	16,22	14,75	18,11	17,00	26,56	25,00	(4,06)	(4,00)	18,11	17,00	16,70	15,75

## (Continuación) 2

Situación al día 30 de junio de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales				Descubiertos en c/c		Excedidos en cta/ccto. (b)		Otros tipos preferenciales			
	Descuento a 90 días		Créd. y prést. a 1 año						Créd. y prést. a 3 meses		Créd. y prést. a 3 años	
	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
JOVER	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(6,66)	(6,50)	17,55	16,50	16,99	16,00
LATINO	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	—	—	—	—
MADRID	16,22	14,75	18,68	17,50	22,71	21,00	22,71	21,00	19,25	18,00	17,83	16,75
MARCH	16,51	15,00	16,98	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00	15,87	15,00	18,11	17,00
MAS SARDA	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	16,99	16,00	—	—
MERCANTIL DE TARRAGONA	—	14,25	—	17,00	—	22,00	—	22,00	—	16,50	—	17,50
MERIDIONAL	17,13	15,50	18,68	17,50	27,84	25,00	27,84	25,00	18,68	17,50	15,86	15,00
MURCIA	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(6,66)	(6,50)	17,75	16,50	16,99	16,00
NATWEST MARCH	15,92	14,50	17,55	16,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	17,00	16,00
NORTE	16,22	14,75	18,11	17,00	26,56	25,00	(4,06)	(4,00)	18,11	17,00	16,70	15,75
OESTE	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	16,99	16,00	—	—
PASTOR	15,92	14,50	17,55	16,50	27,44	25,00	(4,00)	(4,00)	16,42	15,50	16,42	15,50
PENINSULAR	—	14,75	—	17,50	—	19,00	—	21,00	—	18,00	—	16,75
PERFECTO CASTRO	14,50	13,50	15,87	15,00	24,32	23,00	24,32	23,00	15,59	14,75	19,25	18,00
PUEYO	—	13,00	—	12,50	—	18,00	—	18,00	—	12,50	—	14,00
SABADELL	15,93	14,00	16,99	16,00	24,47	22,50	24,47	22,50	16,42	15,50	16,42	15,50
SANTANDER DE NEGOCIOS	—	—	18,50	—	24,00	—	(2,00)	—	21,13	—	15,50	—
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA	15,92	14,50	16,99	16,00	29,86	27,00	29,86	27,00	17,55	16,50	18,68	17,50
SEVILLA	—	15,00	—	15,50	—	22,00	—	(4,00)	—	15,00	—	15,50
SIMEON	16,21	14,75	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	18,11	17,00	18,68	17,50
TOLEDO	16,52	15,00	16,14	15,25	29,85	27,00	29,85	27,00	18,11	17,00	16,99	16,00
TRELLES	15,92	14,50	17,55	16,50	22,71	21,00	22,71	21,00	17,55	16,50	16,42	15,50
VALENCIA	15,32	14,00	16,99	16,00	24,32	23,00	25,06	23,00	16,42	15,50	16,99	16,00
VASCONIA	15,30	14,00	17,00	16,00	26,00	24,50	26,85	24,50	—	—	17,00	16,00
VITORIA	15,92	14,50	17,55	16,50	25,06	23,00	25,06	23,00	17,55	16,50	16,42	15,50
ZARAGOZANO	16,52	15,00	16,14	15,25	29,85	27,00	29,85	27,00	18,11	17,00	16,99	16,00
<i>Media simple</i>	15,82	14,45	17,42	16,35	26,48	24,13	26,49	24,22	17,68	16,38	17,03	16,02
<b>INDUSTRIALES</b>												
CATALA DE CREDIT	16,22	14,75	18,68	17,50	22,71	21,00	22,71	21,00	—	—	17,83	16,75
CHASE ESPAÑA	15,32	14,00	17,55	16,50	26,25	24,00	26,25	24,00	20,40	19,00	15,03	14,25
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL	15,92	14,50	17,55	16,50	22,71	21,00	22,71	21,00	17,55	16,50	16,42	15,50
EXPANSION INDUSTRIAL	14,75	—	17,50	—	24,50	—	24,50	—	—	—	—	—
FINANCIACION INDUSTRIAL	16,52	15,00	16,99	16,00	32,30	29,00	32,30	29,00	17,55	16,50	16,99	16,00
FOMENTO	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	18,68	17,50
GRANADA	15,92	14,50	17,55	16,50	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	17,55	16,50
HISPANO INDUSTRIAL	15,62	14,25	18,68	17,50	26,25	24,00	(4,00)	—	19,82	18,50	15,03	14,25
INDUSTRIAL DE BILBAO	15,02	13,75	16,99	16,00	25,44	24,00	26,25	24,00	14,48	13,75	16,14	15,25
INDUSTRIAL DEL SUR	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
INDUSTRIAL DEL TAJO	12,38	11,50	13,92	13,25	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)	12,55	12,00	15,31	14,50
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	10,09	9,50	15,62	14,25	23,88	22,00	23,88	22,00	15,62	14,25	15,62	14,25
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	15,86	15,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	—	15,00	—	16,25	—	25,00	—	(5,00)	—	16,00	—	16,25
NOROESTE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	17,13	15,50	18,68	17,50	32,30	29,00	32,30	29,00	18,68	17,50	14,75	14,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	14,00	—	16,00	—	25,00	—	(2,00)	—	—	—	—	—
POPULAR	17,75	16,00	17,55	16,50	24,30	23,00	24,30	23,00	17,55	16,50	14,75	14,00
PROGRESO	17,43	15,75	16,99	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00	18,68	17,50	17,55	16,50
PROMOCION DE NEGOCIOS	15,92	14,50	18,11	17,00	25,44	24,00	25,44	24,00	—	—	—	—
URQUIJO UNION	16,22	14,75	17,83	16,75	25,06	23,00	25,06	23,00	17,83	16,75	17,83	16,75
<i>Media simple</i>	15,68	14,43	17,52	16,50	26,76	24,79	27,21	25,00	17,55	16,43	16,30	15,40

## (Continuación) 3

Situación al día 30 de junio de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales				Descubiertos en c/c		Excedidos en cta/ccto. (b)		Otros tipos preferenciales			
	Descuento a 90 días		Créd. y prést. a 1 año						Créd. y prést. a 3 meses		Créd. y prést. a 3 años	
	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
<b>EXTRANJEROS</b>												
ALGEMENE BANK .....	19,50	—	17,50	—	28,07	—	27,44	—	—	—	—	—
AMERICA .....	20,22	18,00	23,88	22,00	26,25	24,00	(4,00)	—	21,55	20,00	15,00	15,00
ARABE ESPAÑOL .....	15,32	14,00	20,27	19,50	26,56	25,00	26,56	25,00	19,25	18,00	15,87	15,00
BANKERS TRUST .....	—	—	16,13	—	25,00	—	(4,00)	—	18,00	—	14,50	—
BARCLAYS BANK INTERNAT. ....	15,62	14,25	16,71	15,75	25,06	23,00	25,06	23,00	15,31	14,50	16,42	15,50
BRASIL .....	17,35	—	18,81	—	23,08	—	23,69	—	—	—	—	—
BRUXELLES .....	13,54	—	13,65	—	23,88	—	23,88	—	—	—	—	—
CHASE MANHATTAN .....	15,92	14,50	17,55	16,50	29,33	26,00	(3,04)	(3,00)	18,12	17,00	—	—
CHEMICAL BANK .....	—	—	19,50	—	25,00	—	—	—	—	—	—	—
CITIBANK .....	—	14,25	—	17,00	—	23,00	—	(4,00)	—	18,00	—	15,75
COMERCIAL ITALIANA .....	—	—	18,40	17,25	—	25,00	—	(2,00)	20,97	19,50	—	—
COMMERZBANK .....	—	12,50	—	15,00	—	23,00	—	23,00	—	14,88	—	16,50
CONTINENTAL ILLINOIS .....	11,50	—	16,00	—	22,50	—	22,50	—	18,50	—	16,00	—
CREDIT LYONNAIS .....	16,99	16,00	21,55	20,00	23,88	22,00	(1,00)	(1,00)	21,55	20,00	21,55	20,00
CREDIT COMMERCIAL .....	14,13	13,00	18,11	17,00	27,44	25,00	—	(2,00)	16,99	16,00	—	—
DEUTSCHE BANK .....	11,23	10,50	13,10	12,50	26,82	24,00	26,82	24,00	12,50	12,50	15,59	13,00
DRESDNER BANK .....	18,62	17,45	17,83	16,75	—	25,00	—	25,00	19,96	18,62	15,86	15,00
ESTADO DE SAO PAULO .....	—	—	—	—	24,00	—	(6,00)	—	—	—	—	—
EXTERIOR DE LOS ANDES .....	19,50	17,00	18,66	17,00	23,21	22,00	(2,52)	(2,50)	20,10	18,00	18,36	17,00
FIRST INTERSTATE .....	—	—	17,38	—	24,36	—	24,48	—	20,15	—	—	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO .....	19,39	18,13	16,00	16,00	28,07	25,00	(4,06)	(4,00)	19,39	18,13	15,00	15,00
SGB BANCO BELGA .....	19,59	17,50	17,55	16,50	24,12	22,00	—	(3,00)	19,25	18,00	16,98	16,00
HONG-KONG .....	—	—	19,30	18,00	28,10	25,00	25,00	—	19,85	18,50	17,00	16,00
INDOSUEZ .....	—	—	—	—	26,56	—	—	—	—	—	—	—
LONDRES Y AMERICA DEL SUR .....	15,32	14,00	16,99	16,00	—	24,00	—	(4,00)	15,87	15,00	17,83	16,75
MANUF. HANNOVER TRUST .....	—	18,50	—	18,00	—	25,00	—	25,00	—	18,50	—	16,50
MIDLAND BANK .....	21,00	—	21,00	—	24,00	—	(3,00)	—	—	—	—	—
MITSUBISHI BANK .....	—	—	19,25	18,00	25,22	22,50	(2,02)	(2,00)	20,97	19,50	—	—
MITSUI BANK .....	—	—	—	—	—	18,00	—	(2,00)	—	13,00	—	—
MORGAN GUARANTY .....	18,00	18,00	18,00	17,25	20,00	—	20,00	—	19,00	19,00	15,50	15,00
NACION ARGENTINA .....	13,70	13,00	14,75	14,00	22,00	—	(4,00)	—	—	—	—	—
NAT. WESTMINSTER BANK .....	15,92	14,50	17,55	16,50	27,44	25,00	(4,58)	(4,50)	18,11	17,00	17,00	16,00
NATIONALE DE PARIS .....	18,35	16,50	19,82	18,50	24,32	23,00	(3,03)	(3,00)	21,55	20,00	18,68	17,50
NAZIONALE DEL LAVORO .....	18,11	17,00	18,68	17,50	27,44	25,00	27,44	25,00	—	—	—	—
PARIBAS .....	15,02	13,75	18,68	17,50	—	27,00	—	(2,00)	20,97	19,50	18,68	17,50
REAL .....	—	—	—	—	22,00	—	22,00	—	—	—	—	—
ROMA .....	13,19	12,60	14,75	14,00	26,56	25,00	(2,02)	(2,00)	—	—	—	—
ROYAL B. CANADA .....	16,70	15,75	16,99	16,00	18,81	18,00	19,25	18,00	18,68	17,50	16,99	16,00
SAUDI ESPAÑOL .....	17,13	—	17,25	—	24,25	—	(2,50)	—	—	—	17,50	—
SOCIETE GENERALE .....	15,94	—	17,55	—	26,25	—	(3,42)	—	—	—	—	—
SUMITOMO BANK .....	—	—	22,13	20,05	—	20,00	—	(2,00)	21,55	20,00	—	—
TOKYO .....	—	—	21,55	20,00	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)	23,88	22,00	—	—
<i>Media simple</i> .....	16,55	15,25	18,08	17,14	24,97	23,50	24,16	23,50	19,28	17,79	16,86	16,05
<b>TOTAL</b>												
<i>Media simple</i> .....	15,99	14,63	17,66	16,59	26,10	24,11	26,24	24,28	18,08	16,76	16,82	15,89

## (Continuación) 4

Situación al día 30 de junio de 1987

CAJAS	Tipos preferenciales				Descubiertos en c/c		Excedidos en cta/cto. (b)		Otros tipos preferenciales			
	Descuento a 90 días		Créd. y prést. a 1 año						Créd. y prést. a 3 meses		Créd. y prést. a 3 años	
	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
CECA .....	12,50	-	14,25	-	19,00	-	(2,00)	-	-	-	-	-
ALAVA PROVINCIAL .....	9,50	-	13,50	-	19,00	-	19,00	-	-	-	-	-
ALBACETE .....	9,50	-	13,50	-	21,00	-	21,00	-	-	-	-	-
ALICANTE PROVINCIAL .....	12,37	-	14,00	-	17,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
ALICANTE Y MURCIA .....	-	12,00	-	14,00	-	20,00	-	20,00	-	13,50	-	14,00
ALMERIA .....	8,50	-	12,50	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
ANTEQUERA .....	11,80	-	11,30	-	23,21	-	23,21	-	-	-	-	-
ASTURIAS .....	-	11,75	-	13,25	-	20,00	-	(4,00)	-	13,25	-	13,25
AVILA MONTE .....	11,79	-	11,50	-	20,00	-	(5,00)	-	-	-	13,00	-
BADAJOS .....	10,25	-	13,00	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
BALEARES .....	9,00	-	11,50	-	22,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
BARCELONA MONTE .....	15,32	14,00	17,83	16,75	23,88	22,00	23,88	22,00	-	-	-	-
BILBAO MUNICIPAL .....	13,50	-	13,00	-	23,88	-	(3,00)	-	-	-	13,50	-
BURGOS CCO .....	11,79	-	10,50	-	18,81	-	19,25	-	-	-	-	-
BURGOS MUNICIPAL .....	11,50	-	10,75	-	18,00	-	18,00	-	-	-	-	-
CACERES .....	9,52	-	12,00	-	20,00	-	(2,00)	-	-	-	-	-
CADIZ .....	10,65	-	12,55	-	23,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
CANARIAS GENERAL .....	-	13,25	-	13,50	-	16,25	-	(4,00)	-	-	-	13,50
CANARIAS INSULAR .....	14,00	-	14,00	-	23,21	-	23,88	-	-	-	-	-
CARLET .....	12,96	-	13,65	-	23,21	-	(6,00)	-	-	-	-	-
CASTELLON .....	12,00	-	13,00	-	18,00	-	(3,03)	-	-	-	-	-
CATALUÑA .....	13,00	-	15,50	-	19,50	-	19,50	-	-	-	15,50	-
CEUTA .....	11,79	-	15,00	-	19,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
CORDOBA MONTE .....	10,66	10,00	13,00	13,00	22,75	-	22,75	-	-	-	-	-
CORDOBA PROVINCIAL .....	8,14	7,75	14,20	13,50	23,21	22,00	23,88	22,00	-	-	-	-
CUENCA .....	10,00	-	13,00	-	18,81	-	19,25	-	-	-	-	-
GALICIA .....	-	12,50	-	12,50	-	20,00	-	(4,00)	-	12,00	-	13,50
GERONA .....	12,00	-	13,00	-	20,00	-	20,00	-	-	-	-	-
GRANADA MONTE .....	12,96	-	14,00	-	21,00	-	(3,03)	-	-	-	-	-
GRANADA PROVINCIAL .....	9,89	9,00	13,64	13,00	21,36	20,00	(3,03)	(3,00)	11,46	11,00	15,86	15,00
GUADALAJARA .....	13,54	-	13,50	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
GUIPUZCOA PROVINCIAL .....	13,50	-	14,20	-	18,00	-	(2,00)	-	-	-	-	-
HUELVA .....	9,53	-	16,99	-	23,88	-	(2,02)	-	-	-	-	-
INMACULADA ARAGON .....	11,79	-	14,42	-	20,99	-	(5,09)	-	-	-	-	-
JAEN .....	11,00	-	14,00	-	21,00	-	21,00	-	-	-	-	-
JEREZ .....	10,00	-	14,00	-	20,00	-	(2,00)	-	13,00	-	15,00	-
LAYETANA .....	11,00	-	15,00	-	22,00	-	22,00	-	-	-	-	-
LEON .....	11,79	-	13,00	-	20,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
MADRID .....	-	9,75	-	13,50	-	19,00	-	(5,00)	-	12,50	-	13,50
MALAGA .....	9,52	-	12,00	-	23,21	-	(4,00)	-	-	-	-	-
MANLLEU .....	15,92	-	16,08	-	26,84	-	26,84	-	-	-	-	-
MANRESA .....	9,50	-	13,50	-	22,00	-	(3,00)	-	-	-	-	-
MURCIA .....	13,54	-	14,50	-	22,71	-	(5,00)	-	-	-	-	-
NAVARRA .....	9,52	-	12,68	-	21,55	-	22,54	-	-	-	-	-
ONTENIENTE .....	14,72	-	15,03	-	21,00	-	(3,00)	-	-	-	-	-
ORENSE .....	9,52	-	13,37	-	21,00	-	(3,00)	-	-	-	-	-
PALENCIA .....	12,96	-	12,55	-	19,90	-	19,90	-	-	-	-	-
PAMPLONA MUNICIPAL .....	11,51	-	12,51	-	21,63	-	(2,08)	-	-	-	-	-
PENSIONES «CAIXA» .....	11,22	-	14,00	-	19,25	-	(2,02)	-	-	-	15,50	-
PLASENCIA .....	11,00	-	12,00	-	22,00	-	22,00	-	-	-	-	-

## (Continuación) 5

Situación al día 30 de junio de 1987

CAJAS	Tipos preferenciales				Descubiertos en c/c		Excedidos en cta/ccto. (b)		Otros tipos preferenciales			
	Descuento a 90 días		Créd. y prést. a 1 año						Créd. y prést. a 3 meses		Créd. y prést. a 3 años	
	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
POLLENSA	13,50	—	14,50	—	22,00	—	22,00	—	—	—	—	—
PONTEVEDRA	10,09	—	14,25	—	22,00	—	22,00	—	—	—	—	—
RIOJA	14,13	—	13,65	—	22,00	—	(4,00)	—	—	—	—	—
RONDA	12,96	12,00	11,50	11,50	15,56	15,00	19,25	18,00	—	—	—	—
SABADELL	14,72	—	14,93	—	22,00	—	(3,00)	—	—	—	—	—
SAGUNTO	12,24	—	14,19	—	21,00	—	(3,03)	—	—	—	—	—
SALAMANCA	8,41	—	10,00	—	19,90	—	94,00	—	—	—	—	—
SAN SEBASTIAN	12,95	—	13,50	—	18,81	—	(2,00)	—	—	—	—	—
SANTANDER	9,81	—	13,37	—	18,00	—	19,25	—	12,82	—	13,65	—
SEGORBE	12,00	—	11,00	—	20,00	—	20,00	—	—	—	—	—
SEGOVIA	13,54	12,50	13,65	13,00	19,25	18,00	19,25	18,00	—	—	14,20	13,50
SEVILLA MONTE	9,50	—	13,50	—	19,90	—	(4,06)	—	—	—	14,00	—
SEVILLA SAN FERNANDO	—	10,50	—	13,00	—	20,00	—	(5,00)	—	11,50	—	14,50
SORIA	10,09	—	13,50	—	18,00	—	(4,00)	—	—	—	—	—
TARRAGONA	12,50	—	12,00	—	22,00	—	(5,09)	—	—	—	—	—
TARRASA	14,72	—	14,37	—	22,10	—	(3,00)	—	—	—	—	—
TOLEDO	—	10,00	—	12,00	—	21,00	—	21,00	—	11,50	—	13,00
TORRENTE	9,53	—	12,55	—	20,45	—	(3,03)	—	—	—	—	—
VALENCIA	13,42	—	15,03	—	19,90	—	20,40	—	—	—	—	—
VALENCIA PROVINCIAL	12,00	—	13,00	—	19,50	—	(3,00)	—	—	—	—	—
VALLADOLID POPULAR	11,79	—	11,00	—	19,90	—	(4,00)	—	—	—	—	—
VALLADOLID PROVINCIAL	9,00	—	9,00	—	19,50	—	(5,00)	—	—	—	—	—
VIGO	—	8,50	—	13,00	—	22,00	—	22,00	—	11,50	—	14,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,50	—	12,50	—	22,71	—	(3,00)	—	—	—	—	—
VITORIA	—	12,50	—	13,00	—	21,00	—	(2,00)	—	12,00	—	14,00
VIZCAINA	11,79	—	13,65	—	18,81	—	(2,00)	—	12,55	—	14,93	—
ZAMORA	—	9,00	—	13,00	—	19,00	—	(5,00)	—	11,00	—	14,00
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	13,50	—	15,00	—	21,00	—	(4,00)	—	—	—	—	—
CAJA POSTAL	—	—	—	14,00	—	20,00	—	(2,00)	—	—	—	14,50
<b>TOTAL</b>												
<i>Media simple</i>	11,63	10,94	13,33	13,26	20,78	19,70	21,20	20,43	12,46	11,98	14,51	13,87

(a) A raíz de la orden ministerial de 3 de marzo de 1987 sobre liberalización de tipos de interés, la circular 15/1987, de 7 de mayo, del Banco de España a las Entidades de depósito, modifica, en su anexo II, la información que las entidades venían remitiendo acerca de sus tipos preferenciales. Estas modificaciones, que entraron en vigor en junio de 1987 y se recogen en este cuadro por primera vez en esta ocasión, son básicamente dos: 1) los tipos que deben declararse se reducen a los de descuento comercial a 30 días, créditos y préstamos a un año, descubiertos en cuenta corriente y excedidos en cuenta de crédito, pudiendo las entidades declarar libremente otros tipos preferenciales; y 2) los tipos deben expresarse en tasas porcentuales anuales a término vencido equivalentes (tipos efectivos). Toda vez que las entidades han decidido, en general, declarar tanto los tipos efectivos como los nominales, en el cuadro se presentan ambos. Asimismo, se presentan los dos «otros tipos preferenciales» más comúnmente declarados por las entidades.

(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»
20/87, de 9 de junio	Deuda del Estado. Entidades gestoras de anotaciones en cuenta.	20 junio 1987
21/87, de 16 de junio	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Deuda del Tesoro.	20 junio 1987
22/87, de 29 de junio	Entidades de depósito. Balance, cuenta de resultados y estados complementarios.	En publicación
23/87, de 29 de junio	Sociedades mediadoras en el mercado de dinero y juntas sindicales de las bolsas de comercio reconocidas como intermediarios financieros. Balance, cuentas de resultados y estados complementarios.	En publicación

### COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 1 de junio de 1987 (Ref. Int. CV 10/87)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. 5.ª subasta de bonos del Estado.
Oficio circular de 12 de junio de 1987 (Ref. Int. CV 11/87)	Entidades delegadas. Riesgos de cambio.
Oficio circular de 24 de junio de 1987 (Ref. Int. CV 12/87)	Bancos privados y cajas de ahorro. Contabilización letras del Tesoro.
Instrucción de 25 de junio de 1987 (Ref. Int. CV 13/87)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. 6.ª subasta de bonos del Estado.

## PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo boletín.

En cualquier caso, los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

### JUAN SARDA DEXEUS

#### ESCRITOS (1948-1980)

Este libro constituye un homenaje que el Banco de España ofrece a quien fue director de su Servicio de Estudios y uno de los artífices principales de lo que hoy en día es nuestro banco emisor.

Juan Sardá fue nombrado director del Servicio de Estudios del Banco de España en 1956 y desempeñó ese cargo hasta 1965. En esos nueve años fue la fuerza motriz que sacó al Banco de un letargo profundo y lo preparó para ser el banco central que hoy es.

Juan Sardá ha sido un autor prolífico. Sus libros y artículos superan la cincuenta y abarcan un abanico de cuestiones sumamente amplio: desde la historia económica en general y la española o catalana en particular, a la economía internacional, pasando por la política económica y el análisis del sistema financiero.

Entre las publicaciones de Juan Sardá, hay textos difícilmente accesibles al público actual. En unos casos, por hallarse agotados, como sucede con *La política monetaria y las fluctuaciones de la economía española en el siglo XIX*; en otros, por haberse relegado a un olvido injustificable, como en el caso del libro escrito en 1933 en colaboración con Lucas Beltrán, *Los problemas de la Banca Catalana*, y también por el ocultamiento deliberado de la verdad histórica por parte de los responsables políticos, como sucedió en 1970 con su artículo sobre el período 1931-1962 en *El Banco de España: una historia económica*.

En *Escritos (1948-1980)*, hallará el lector una selección especialmente esclarecedora de su decidida participación en las medidas que fraguaron el Plan de Estabilización de 1959, y de su obra histórica. Junto con sus trabajos históricos y su papel como asesor económico, la selección de escritos de Juan Sardá que este volumen recoge pretende subrayar la importancia de su aportación al campo de la economía internacional y del pensamiento económico en general.

### AGUSTIN MARAVALL

#### DESCOMPOSICION DE SERIES TEMPORALES: ESPECIFICACION, ESTIMACION E INFERENCIA (CON UNA APLICACION A LA OFERTA MONETARIA EN ESPAÑA).—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8702

Este trabajo amplía y completa el Documento de Trabajo 8701. En él se presenta, de forma relativamente exhaustiva, la metodología de descomposición de series temporales por medio de modelos ARIMA. El trabajo se centra fundamentalmente en una de las aproximaciones existentes: la denominada aproximación estructural.

Partiendo de un modelo para la serie observada, se derivan modelos para los componentes. Puesto que el problema de la descomposición admite una infinidad de soluciones, se analizan los supuestos que permiten aislar una solución particular. Se discuten a continuación los modelos que resultan para los componentes.

Se derivan los estimadores con error cuadrático medio mínimo de los componentes, tanto para el caso estacionario como para el no estacionario, y se analizan las propiedades de los mismos. En concreto, se obtienen los modelos teóricos para los estimadores y se discuten las diferencias que presentan con respecto a los modelos de los componentes teóricos. Los modelos teóricos de los estimadores proporcionan el marco natural, por otra parte, para el diagnóstico de los resultados.

Finalmente, se estudian los errores de estimación de los componentes. Estos son fundamentalmente de dos tipos. Uno de ellos es el que se cometería aun conociendo la historia infinita de la serie (error de estimación final), y otro es el inducido por el hecho de que sólo se opera con una realización finita de la serie (error de revisión). Se derivan los modelos para ambos tipos de errores, lo cual permite hacer inferencias más completas que la pura estimación puntual. Por último, se muestra cómo es posible estimar los errores de medición en las tasas de crecimiento de los componentes.

El trabajo describe, pues, un método de estimación de componentes, basado en modelos ARIMA, y desarrolla el marco que este método ofrece para contestar los problemas de especificación de los modelos, diagnóstico de los resultados y realización de inferencias. En el Banco de España, el método se utiliza ya en la desestacionalización y estimación de tendencias de varias series. El trabajo se ilustra, concretamente, con la serie de Activos Líquidos en Manos del Público. Un programa en Speakeasy que he realizado en el Servicio de Estudios permite obtener prácticamente todos los resultados presentados en el trabajo, cuando el modelo ARIMA para la serie observada pertenece a una cierta clase, relativamente amplia, aunque limitada.

#### JOSE VIÑALS y LORENZO DOMINGO

#### LA PESETA Y EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO: UN MODELO DEL TIPO DE CAMBIO PESETA-MARCO.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8703

La *coordinación* de la política económica española con la de los países del Sistema Monetario Europeo (SME) para garantizar la *estabilidad* cambiaria sólo puede llevarse a cabo con precisión cuando se conoce la incidencia cuantitativa de dicha política económica sobre el tipo de cambio de la peseta. En este trabajo se construye y estima econométricamente una ecuación del tipo de cambio de la peseta y el marco (la moneda pivot del SME), que permite conocer empíricamente cuáles son las trayectorias que nuestras políticas monetarias, fiscales y salariales deben seguir para estabilizar la cotización entre la peseta y el marco. Entre los resultados obtenidos destacan los siguientes:

- a) Una desviación de tan sólo un punto porcentual en los objetivos de los ALP españoles durante un trimestre requerirá de intervenciones en el mercado de cambios para evitar que la peseta rebase la banda máxima de fluctuación del  $\pm 2,25$  por ciento permitida en el SME.
- b) Aun cuando exista una perfecta coordinación de políticas económicas, la peseta tenderá a rebasar la banda máxima de fluctuación del SME a causa de factores aleatorios el 26 por 100 de las veces, lo que, de nuevo, hará preciso que las autoridades monetarias intervengan en el mercado de cambios. Estas intervenciones, sin embargo, tenderán a autocancelarse en el tiempo.

