

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

octubre 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.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T₆¹ Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio_t).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (abril).
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio).
- T₁⁶ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles semestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}+\text{Jul}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (julio).
- T₁₂¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \text{Ene}_t + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

Advertencias

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

ISSN: 0210 - 3737
 Depósito legal: M. 5852 - 1979
 Imprenta del Banco de España

Indice

Página

- 4 Evolución monetaria
- 9 Tendencias del comercio exterior español
- 42 La demanda de ALP: una estimación provisional
- 53 Regulación financiera. Tercer trimestre de 1987
- 61 Información del Banco de España
- 62 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro.
- 67 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
- 68 Publicaciones recientes del Banco de España
- 69 Indicadores económicos

Evolución monetaria

Los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en septiembre un 13,6 %, en tasa intermensual elevada a anual. Este ritmo de expansión supone una importante desaceleración de la tasa de crecimiento de las magnitudes monetarias en relación al mes de agosto y una vuelta a ritmos de expansión más cercanos a los experimentados en el período mayo-julio. Con estos datos provisionales, el incremento acumulado de los ALP en los nueve primeros meses del año se sitúa en el 13,8 %.

Del análisis de los componentes de ALP puede deducirse que ha continuado la recomposición de las carteras de activos del público, iniciada en agosto. Así, el crecimiento registrado en los ALP, en septiembre, es el resultado de una baja tasa de expansión de las disponibilidades líquidas (2,6 % T₁) y un fuerte ritmo de crecimiento de los "otros activos líquidos", fundamentalmente del saldo medio de títulos públicos. Las letras y pagarés del Tesoro en manos del público han registrado un incremento de 380 m.m. y un descenso de 140 m.m., respectivamente, lo cual supone que ha continuado el fuerte volumen de adquisiciones de las primeras, al mismo tiempo que se ha producido una demanda de pagarés del Tesoro, mayor de la esperada: esto último, relacionado, probablemente, con los anuncios de elevaciones del tipo marginal del impuesto sobre la renta para las de mayor cuantía y del tipo de retención de los instrumentos financieros emitidos al descuento con retención en origen. En cuanto a la evolución de los depósitos del sistema bancario, los de la banca se han visto muy afectados por el proceso de

1. Agregados monetarios (Ø) (*) (a)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T ₁) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
		SEP (p)	JUL	AGO	SEP (p)	JUL	AGO	SEP (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	31.183	9,1	20,6	13,5	13,0	13,9	13,9
Disponibilidades líquidas (M ₃)	23.584	9,8	6,8	2,6	8,6	8,4	7,7
<i>Efectivo</i>	2.502	0,8	12,7	16,2	11,4	11,5	12,1
<i>Depósitos de la banca</i>	10.709	12,3	7,8	-3,7	6,0	6,3	5,1
<i>Depósitos de las cajas</i>	9.108	10,0	3,8	6,3	11,3	10,4	9,9
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.265	6,5	8,4	6,7	6,9	7,1	7,0
Otros activos líquidos	7.599	6,6	80,1	56,0	29,7	35,2	37,3
<i>Títulos públicos (b)</i>	4.680	35,6	132,8	75,2	38,2	47,5	50,4
<i>Otros activos (c)</i>	2.919	-24,8	21,9	29,7	18,6	19,0	20,1

(a) Banco de España, cooperativas y otras instituciones.

(b) Cesiones de deuda pública, pagarés del Tesoro y letras del Tesoro.

(c) Pasivos bancarios: empréstitos, avales prestados a pagarés de empresa, 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 Económico*, cuadros IX-1 a IX-3.

2. Financiación a empresas y familias (a)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T _i) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
		SEP (p)	JUL	AGO	SEP (p)	JUL	AGO	SEP (p)
Financiación total	23.194	13,0	16,3	20,2	12,6	13,1	13,8
Crédito	21.573	15,5	17,5	22,1	14,3	14,8	15,7
<i>Banca</i>	12.721	9,9	19,4	23,9	11,3	12,4	13,7
<i>Cajas</i>	5.686	31,4	13,4	25,3	24,1	22,7	23,0
<i>Resto</i>	3.166	12,9	17,3	9,6	10,0	10,9	10,8
Valores y mercados monetarios	162	-13,6	3,3	0,1	-8,2	-6,9	-6,1

(a) Se ha modificado este cuadro, adaptándolo a la nueva delimitación sectorial de las estadísticas de crédito interno. Para más detalles puede consultarse el artículo «Presentación de los nuevos cuadros de ALP y sus contrapartidas», en el *Boletín Económico* de marzo de 1987.

(p) Provisional.

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

3. Tipos de interés (Ø)

%

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

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

sustitución por letras del Tesoro, registrando un crecimiento del -3,7 %, en tasa intermensual elevada a anual, mientras los de las cajas de ahorro sitúan su avance en el 6,7 %.

Atendiendo a las principales contrapartidas de los activos líquidos, las estimaciones provisionales disponibles indican un fuerte dinamismo del crédito interno concedido a las empresas y familias (20,2 %, en tasa intermensual elevada a anual), con lo que el crecimiento acumulado de este agregado en los nueve meses transcurridos de 1987 alcanza el 13,8 % (cuadro 2). Por otra parte, se estima que las necesidades netas de financiación del Estado ha registrado una evolución moderada, en septiembre, situándose en el entorno del 9 %, en términos de crecimiento acumulado anual. En el sector exterior se aprecia un comportamiento expansivo, con un crecimiento de reservas superior al previsto, fomentado, probablemente, por la paralización de la tendencia a la disminución de los tipos de interés españoles y por unas

4. Tipos de interés extranjeros (Ø)

%

	1986 DIC	1987		
		JUL	AGO	SEP
EUROMERCADOS A 3 MESES:				
Dólar	6,2	6,9	6,9	7,5
Franco suizo	4,2	3,7	3,7	3,6
Marco	4,9	3,8	3,9	4,0
Yen	4,4	4,0	4,0	4,3
Franco francés	8,8	8,0	8,2	8,0
Libra esterlina	11,3	9,1	10,0	10,1
Media ponderada (a)	5,7	5,3	5,4	5,6
Diferencial medio (b)	6,0	12,3	11,4	11,3

(a) Media de los tipos de las seis monedas antes citadas, ponderadas por su participación (66 %, 15 %, 13 %, 4 %, 1 % y 1 %, respectivamente) en la deuda exterior española (media de saldos a 31-12 de 1980, 1981 y 1982).

(b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 2), menos tipo medio ponderado exterior.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 22.

5. Tipos de cambio (Ø)

	Situación en SEP 1987	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1986		
		JUL	AGO	SEP	JUL	AGO	SEP
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,813	1,8	0,5	-2,4	-7,5	-7,1	-9,1
Yen	143,1	4,1	-1,9	-3,0	-7,6	-9,3	-11,9
Países desarrollados (b)	100,9	1,6	-	-2,3	-6,3	-6,3	-2,3
De la peseta frente a:							
Dólar	121,4	-0,4	-0,9	3,6	6,2	7,2	11,0
Franco suizo	80,8	1,3	1,1	1,1	-2,3	1,2	-0,1
Marco	67,0	1,0	1,5	1,0	-1,6	0,1	0,9
Yen	84,8	3,6	-0,9	0,5	-1,7	-2,6	-2,1
Libra esterlina	199,6	0,8	1,7	0,6	-5,4	-3,7	-3,2
Franco francés	20,1	1,0	1,5	1,1	-	1,5	2,7
CEE (b)	75,5 (d)	1,0	1,6	0,9	-1,2	0,4	1,5
Países desarrollados (b)	70,7 (d)	0,7	1,5	1,5	0,3	1,8	3,2
Principales acreedores (e)	53,9 (c)	0,1	1,0	1,9	3,5	4,6	6,6
TIPOS DE CAMBIO REALES (f)							
De la peseta frente a:							
Dólar	...	(d)	0,4	0,4	...	6,2	6,7
CEE (b)	101,3 (d)		2,0	1,5	1,6	-	1,4
Países desarrollados (b)	96,2 (d)		1,6	1,1	2,2	1,2	2,3

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: Ø 1980/82=100.

(d) Índice base: Ø 1980=100.

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

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

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

6. Intervención del Banco de España

m. m.

	SEP 1987	1987			SEP 1987		
		JUL	AGO	SEP	1 dec	2 dec	3 dec
	Saldo a fin de mes	Variaciones absolutas (a)					
Activos de caja	4.158	-176	395	-349	-698	270	80
CONTRAPARTIDAS:							
Efectivo (b)	-2.858	-149	73	21	-36	59	-3
Otros factores	5.707	148	-476	402	83	228	93
Sector exterior	3.522	472	189	210	96	45	69
Sector público	1.124	-21	-509	16	35	181	-200
Otros fondos públicos	840	-79	9	11	1	-	10
Cuentas diversas (b)	221	-224	-165	165	-49	2	214
Operaciones con las instituciones financieras	1.309	-175	798	-772	-745	-17	-10
Préstamos de regulación	-	-	684	-684	-684	-	-
Cartera de pagarés del Tesoro y letras	1.238	171	389	-15	-	-9	-6
Dobles de pagarés del Tesoro (b)	-717	-324	-254	-60	-37	-30	7
Otros	788	-22	-21	-13	-24	22	-11
		Niveles medios en porcentajes					
EXCEDENTES DE CAJA (c):							
Sistema bancario	-	0,023	0,010	0,010	0,023	0,007	-0,001
Banca	-	0,019	0,001	-0,003	0,025	-0,005	-0,029
Cajas	-	0,029	0,021	0,025	0,023	0,020	0,032

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

(b) Aumento (-).

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

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

expectativas de apreciación de la peseta, que han vuelto a favorecer la entrada de capitales exteriores.

Los tipos de interés negociados en el mercado interbancario en septiembre han mostrado una cierta tendencia al descenso en el corto plazo, mientras que los tipos a largo plazo han registrado ligeras elevaciones. El mantenimiento por parte de la autoridad monetaria, a lo largo del mes de septiembre, de sus tipos de intervención en los niveles en que estaban situados a finales de agosto, interrumpiendo la trayectoria suavemente descendente que había iniciado en los últimos meses, ha podido reforzar expectativas de prolongación del período de tipos de interés elevados, por más tiempo del esperado, y provocar leves elevaciones en los tipos de interés a más largo plazo, lo que ha contribuido a normalizar en parte la curva de rendimiento por plazos, tanto más cuanto que los tipos a corto plazo, dadas las condiciones de relativa tranquilidad que han prevalecido en los mercados, mostraron síntomas de descenso.

En los mercados exteriores, los tipos de interés han registrado un ligero repunte en septiembre, explicado primordialmente por el alza del tipo del dólar, y en menor medida por el tipo del yen. El precio del dólar en los euromercados subió del 6,9 % en agosto al 7,5 % en septiembre, en tanto que el del yen pasó del 4,0 al 4,3 %. La media ponderada de los tipos de las seis principales monedas se elevó 0,2 puntos, hasta situarse en el 5,6 %. Dado el comportamiento de los tipos interbancarios españoles, sólo se ha registrado una mínima disminución en el diferencial de tipos, frenándose la tendencia al acercamiento que venía produciéndose en los últimos meses y manteniéndose éste aún en 11,3 puntos.

La inestabilidad latente de los mercados de cambios, derivada de los profundos desequilibrios de las balanzas de pagos de los principales países, se ha dejado sentir en septiembre con variaciones significativas del tipo de cambio del dólar. Este experimentó una depreciación generalizada con respecto al

resto de las monedas, concretada en una caída del 2,4 % frente al marco, del 3 % frente al yen y del 2,3 % frente a la media de las monedas de los países desarrollados. La peseta también se revaluó con respecto al dólar, en septiembre, en un 3,6 %, lo que sitúa la apreciación acumulada en los nueve primeros meses del año en un 11 %. Asimismo, nuestra divisa se apreció frente al resto de las monedas –aproximadamente en un 1 %, en los casos del marco y francos francés y suizo–, resultando una revaluación media en relación con las divisas de los países desarrollados del 1,5 % y del 0,9 %, respecto a la CEE. En términos del tipo de cambio real, la apreciación, en septiembre, ha sido del 2,2 % y del 1,6 %, para los dos conjuntos de monedas antes mencionados, respectivamente.

Por lo que se refiere a la evolución de los activos de caja, en septiembre, en el cuadro 6 puede observarse el efecto globalmente expansivo de los factores autónomos de creación de liquidez, concretado principalmente en una fuerte aportación del sector exterior. Esta se mantuvo a lo largo de todo el mes, a pesar de la apreciación registrada en el tipo de cambio de la peseta. Por el contrario, el efecto del sector público en el balance del Banco de España fue ligeramente expansivo en las dos primeras decenas y contractivo en la última, como consecuencia tanto del volumen de la recaudación impositiva como de las fuertes colocaciones de letras en el resto del sistema. La intervención de la autoridad monetaria estuvo dominada por la necesidad de restringir la liquidez otorgada a las instituciones financieras, ante la expansión registrada en los factores autónomos y la necesidad de restringir el crecimiento de los pasivos computables del sistema bancario, dado el alto ritmo de expansión de los saldos de títulos públicos en manos del público.

23-X-1987.

Tendencias del comercio exterior español

Este trabajo ha sido realizado por Pilar L'Hotellerie y José Viñals, del Servicio de Estudios. Los autores agradecen los comentarios de Luis Angel Rojo, que sugirió su realización, José María Bonilla, Juan José Camio, José Rodríguez de Pablo, Ana Sánchez y Angel Torres, y muy especialmente la labor de José Luis Malo de Molina, que participó activamente en los estudios previos para la realización del trabajo. El tratamiento informático de los datos ha sido realizado por Manuel Martínez Bartolomé y Jesús Briones.

La economía española vive en la actualidad un intenso proceso de apertura comercial al exterior, como consecuencia de su reciente ingreso en la Comunidad Económica Europea. Este hecho, de gran transcendencia para el futuro de nuestro país, viene a culminar, a su vez, un período de creciente conexión comercial entre España y el resto del mundo, iniciado en 1959.

Así, durante los últimos años, el comercio español de mercancías y, en especial, las exportaciones españolas han experimentado un fuerte crecimiento y cambios importantes en su estructura, como muestran los hechos siguientes. En primer lugar, según se observa en el cuadro 1, mientras nuestras importaciones totales crecieron a una tasa media anual, en términos reales, del 5,8 % entre 1964 y 1985, coincidente con la de las importaciones mundiales en dicho período, nuestras *exportaciones* totales crecieron a una tasa media anual del 11,0 %, superando ampliamente el crecimiento del 5,6 % de las exportaciones mundiales. En segundo lugar, la mejora del *saldo* de nuestra balanza comercial derivada de esta evolución hizo que la tasa de cobertura del total de las importaciones por las exportaciones pasara en dicho período del 42 % al 81 %, y del 31 % al 132 % en el comercio de manufacturas. En tercer lugar, el peso de los productos *manufacturados* en el total de las exportaciones españolas de mercancías se elevó del 56 % al 78 % en ese período.

Sin embargo, un análisis apropiado del comercio exterior español no sólo debe quedarse en la evolución de las magnitudes *agregadas* —aparentemente satisfactoria—, sino que debe investigar también cuáles han sido las características específicas y los cauces concretos por los que ha transcurrido esa evolución. Por tanto, hay que preguntarse si el patrón de *especialización* comercial desarrollado por la economía española a lo largo de estos años ha sido el adecuado y qué tendencias apunta para el futuro.

En este trabajo se examina la evolución de la especialización por productos y por áreas geográficas de nuestro comercio exterior de mercancías durante los últimos años, con objeto de contestar las siguientes preguntas: ¿qué productos exportamos y a quién?; ¿qué productos importamos y de quién?; y, por último, ¿en qué sectores productivos revela la economía española la existencia de ventaja comparativa?

La estructura del trabajo es la siguiente. En la primera sección, se analiza la evolución global de la balanza comercial española en los últimos años; en las secciones segunda y tercera, se examina la estructura del comercio exterior no energético español por grupos de productos y por áreas geográficas; en la cuarta sección, se analiza el comercio exterior energético; finalmente, en la última sección, se hace una valoración de la evolución del patrón de comercio exterior español en el período considerado y se resumen las principales conclusiones obtenidas.

1. AHORRO, INVERSION Y COMERCIO EXTERIOR

Hoy en día, España vive en un mundo interdependiente donde los flujos de comercio entre los distintos países constituyen una pieza básica de su funcionamiento. Gracias a las posibilidades que brinda el comercio exterior, nuestro país puede gozar de dos tipos de ventajas económicas considerables. Por una parte, el acceso al mercado internacional de bienes y de capitales nos permite mantener *un nivel* de gasto agregado diferente del nivel de producción de la economía en un momento dado, mediante el correspondiente déficit o superávit de la balanza comercial: déficit o superávit que debe verse convenientemente compensado por los otros renglones de la balanza de pagos. Por otra parte, el comercio exterior nos permite diferenciar la *composición* de nuestra produc-

ción de bienes de la composición de nuestro gasto en bienes, aprovechando así el hecho de que cada país puede, generalmente, producir ciertos bienes en mejores condiciones relativas que los demás, debido a ventajas derivadas de una tecnología superior o de una favorable dotación de factores productivos.

Así, pues, el sector exterior no es sino el reverso de la moneda económica que tiene como anverso variables económicas internas. Por consiguiente, no es posible comprender adecuadamente nuestra evolución económica sin que previamente se hayan analizado las tendencias básicas que presenta nuestro comercio exterior en dos frentes fundamentales: por un lado, en el volumen global de los intercambios y en el saldo que arrojan; y, por otro, en el tipo de especialización productiva y dependencia relativa que reflejan la estructura de exportaciones e importaciones, respectivamente. En el resto de esta sección, se examina el primero de estos puntos, dejando el segundo para las secciones siguientes.

a) La balanza por cuenta corriente

Antes de pasar a hablar específicamente de la balanza comercial, conviene detenerse brevemente en el examen de la balanza por cuenta corriente, que engloba la anterior. El interés de la balanza corriente estriba en que representa la capacidad o necesidad de financiación total de la nación; y esta, a su vez, es la suma de la capacidad o necesidad de financiación del sector público y del sector privado.

Una nación que tenga necesidad de financiarse en un momento dado, debido a que el ahorro interno no resulta suficiente para financiar la inversión interna, incurrirá en un déficit de la balanza corriente, lo que aumentará en una cantidad equivalente los pasivos externos netos de la economía. Por el contrario, si el

1. Crecimiento comparativo del comercio exterior español

Tasas medias anuales de variación, en porcentaje

	Comercio mundial				Comercio países industriales				Comercio español			
	1964-1985	1964-1973	1973-1980	1980-1985	1964-1985	1964-1973	1973-1980	1980-1985	1964-1985	1964-1973	1973-1980	1980-1985
Exportaciones reales	5,6	8,7	4,5	1,7	6,3	9,1	5,0	3,1	11,0	14,8	8,4	8,0
Importaciones reales	5,8	9,0	4,0	2,7	5,8	9,5	2,9	3,3	5,8	12,3	1,6	0,5

Fuente: International Financial Statistics (FMI), Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

2. Ahorro, inversión y balanza corriente en el período 1964-1985

En % del PIB nominal

	Sector privado			Sector público			Total		
	S_p	I_p	$(S_p - I_p)$	S_g	I_g	$(S_g - I_g)$	S	I	$(S - I)$
1964-69	20,1	21,7	-1,6	3,0	2,6	0,4	23,1	24,3	-1,2
1970-73	21,9	21,2	0,7	3,1	2,7	0,3	24,9	23,9	1,1
1974-77	20,3	23,1	-2,8	2,3	2,5	-0,2	22,6	25,6	-3,0
1978-79	20,6	18,3	2,4	0,2	1,9	-1,7	20,8	20,1	0,6
1980-85	21,9	18,1	3,9	-2,2	2,6	-4,9	19,7	20,8	-1,0
1964-85	20,9	20,5	0,4	1,2	2,5	-1,3	22,2	23,1	-0,9

Fuente: Contabilidad Nacional de España base 70 (1964-1979).
Contabilidad Nacional de España base 80 (1980-1985).
Banco de España, Informe Anual 1986, Apéndice Estadístico.

Notas:

- Definición de variables
- S_p : ahorro privado bruto
- S_g : ahorro público bruto
- S: $S_p + S_g$
- I_p : inversión privada bruta
- I_g : inversión pública bruta
- I: $I_p + I_g$
- $S_p - I_p$: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación del sector privado
- $S_g - I_g$: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación del sector público
- $S - I$: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación
- Las cifras de las tres últimas columnas no coinciden, en algunos casos, exactamente con las derivadas de agregar las cifras correspondientes del sector público y del privado, debido a problemas de redondeo.

ahorro interno es superior a la inversión interna, la nación tendrá la capacidad de financiar al resto del mundo a través de un superávit de la balanza corriente, lo que se reflejará en una disminución de los pasivos externos netos de la economía.

El cuadro 2 (obtenido a partir del cuadro A del apéndice) refleja la evolución de la capacidad o necesidad de financiación de la economía española ($S - I$) entre 1964 y 1985, distinguiendo en cada período entre la parte atribuible al sector privado ($S_p - I_p$) y al sector público ($S_g - I_g$). De los datos representados en el cuadro, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

En primer lugar, el período considerado ha venido marcado por una fuerte tendencia *deficitaria* de la balanza corriente global, que se ha agudizado en los años posteriores a los *shocks* del petróleo. De este modo, la economía española ha venido manteniendo en el período 1964-85 un déficit anual medio por cuenta corriente del 0,9 % del PIB, si bien hay que destacar la recuperación de nuestra balanza en 1984 y 1985, con saldos positivos del 1,3 % y 1,7 % respectivamente, que se prolonga hasta el momento actual.

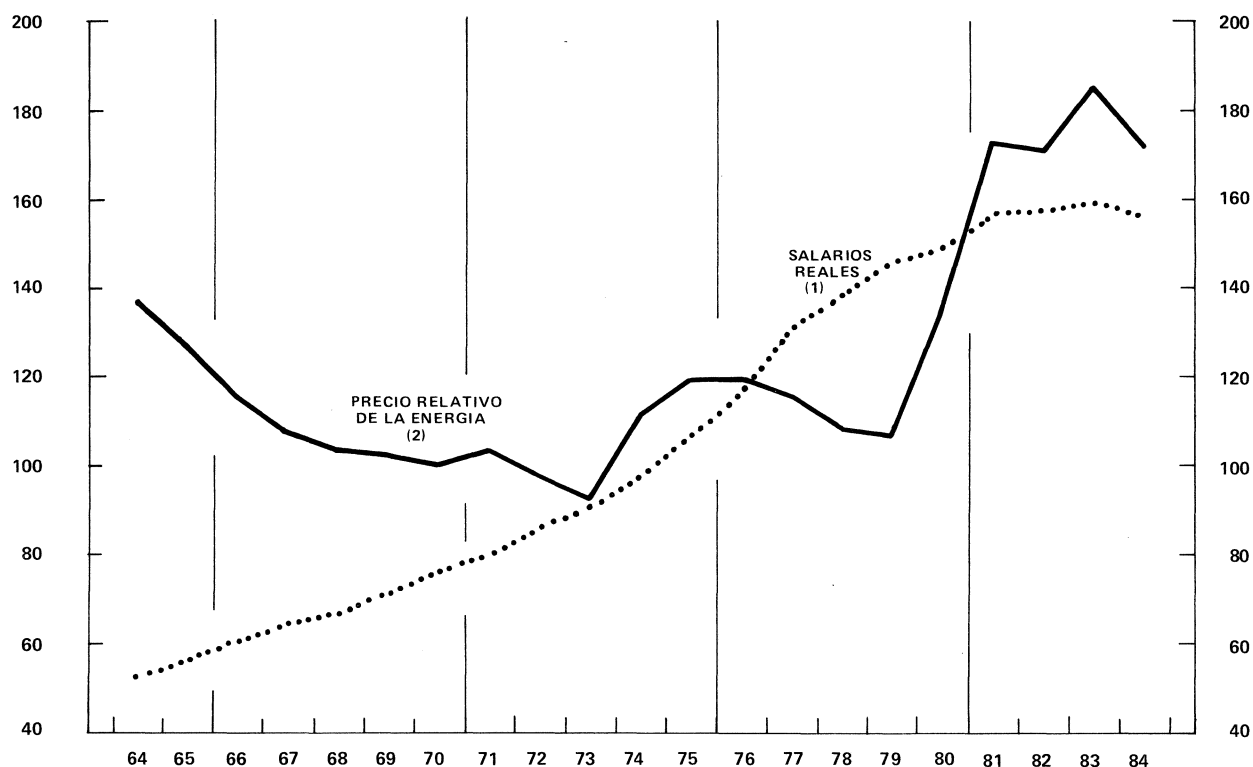
En segundo lugar, las cifras de ahorro e inversión nacionales que configuran la evolución de la capa-

cidad o necesidad de financiación de la economía española han mantenido un comportamiento desfavorable desde 1974, aproximadamente, coincidiendo con los graves desequilibrios macroeconómicos desatados por la primera crisis del petróleo. Como se aprecia en el cuadro (columnas S e I), nuestra economía ha registrado una *caída* sustancial de las tasas de ahorro e inversión desde esa fecha.

En tercer lugar, la evolución de la capacidad o necesidad de financiación de la economía en su conjunto se ha repartido *desigualmente* entre los sectores público y privado. En el primero de ellos, la aparición del fenómeno del déficit público a mediados de los años setenta hizo que dicho sector pasase, de estar aproximadamente equilibrado en el período 1964-1973, a presentar una creciente necesidad de financiación a partir de dicha fecha. Por su parte, el sector privado, tras haber pasado por períodos donde el fuerte dinamismo inversor provocó una necesidad de financiación, se convirtió, desde finales de los años setenta, en el financiador principal del déficit público.

En cuarto lugar, si bien la tasa de ahorro privada se ha mantenido relativamente estable durante el período 1964-1984, la tasa de *inversión* privada ha caído espectacularmente desde mediados de los años setenta, lo que explica la creciente capacidad de finan-

1. Evolución de los salarios reales y del precio relativo de la energía



Fuente: INE y Banco de España.

(1). Salario real: ganancia media por persona/deflactor del PIB.

(2). Precio relativo de la energía: industriales de la energía/deflactor del PIB.

ciación del sector privado. Es muy probable que la caída de la tasa de inversión no haya sido ajena al deterioro sostenido de la rentabilidad empresarial que se produjo a partir de entonces, y hasta muy recientemente, como consecuencia del aumento del precio relativo de la energía en condiciones de salarios reales también crecientes (reflejado en el gráfico 1), ni al efecto expulsión producido por el creciente déficit público. Por todo lo anterior, la economía española ha pasado de tener unas tasas de ahorro e inversión privadas del 20,1 % y del 21,7 % del PIB, respectivamente, en el período 1964-69, a unas tasas del 21,9 % y del 18,1 % en el período 1980-85.

En suma, si bien puede resultar inquietante la situación, en conjunto deficitaria, de nuestra balanza corriente durante el período considerado, lo que sí es

verdaderamente preocupante es que, desde mediados de los años setenta, este comportamiento ha venido determinado por una caída de las tasas de ahorro e inversión. Factores claves en la evolución de estos últimos años han sido el creciente déficit público y la decreciente inversión privada, hechos que, como ya se ha apuntado, probablemente no sean independientes el uno del otro (1).

b) La balanza comercial

Pasando ya a un nivel más alto de desagregación, las tres primeras columnas del cuadro 3 (obtenido a

(1) En el trabajo de Viñals (1983), se cuantifican los efectos del déficit público, de los salarios reales y del precio relativo de la energía sobre la balanza corriente en el período 1974-1982.

3. La balanza comercial: importaciones y exportaciones en el período 1964-1985

En % del PIB real

	Comercio total			Comercio no energético			Comercio energético		
	X	M	Saldo	X	M	Saldo	X	M	Saldo
1964-69	4,3	14,0	-9,6	3,6	9,1	-5,5	0,8	5,0	-4,2
1970-73	6,5	17,1	-10,6	5,7	9,6	-3,9	0,9	7,5	-6,7
1974-77	7,1	16,3	-9,2	6,7	9,7	-3,1	0,4	6,5	-6,1
1978-79	9,1	14,7	-5,6	8,8	8,7	0,2	0,3	6,1	-5,7
1980-85	11,7	15,3	-3,6	10,9	9,6	1,4	0,8	5,7	-4,9

Fuente: Dirección General de Aduanas, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

partir del cuadro B del apéndice) descomponen la evolución del saldo de la balanza comercial en importaciones y exportaciones (1). Como puede verse, España muestra un *déficit continuo* en sus intercambios de bienes con el resto del mundo durante el período 1964-85: déficit este que se ha producido en un contexto en el que la tasa de importaciones ha oscilado al alza y a la baja, mientras que la tasa de exportaciones ha mostrado un crecimiento continuo. Con todo, la expansión del comercio exterior español ha sido notable: mientras que en el período 1964-69 las importaciones y exportaciones totales representaban el 14,0 % y el 4,3 % del PIB, respectivamente, en el período 1980-85 representaban el 15,3 % y el 11,7 %, respectivamente también.

No obstante, es cuando se elimina el componente energético de nuestro comercio exterior cuando se muestran con mayor claridad las tendencias subyacentes. Tal y como se observa en las columnas correspondientes al comercio no energético del cuadro 3, la economía española ha venido cerrando progresivamente su déficit exterior no energético, pasando de un déficit del 5,5 % del PIB en el período 1964-69 a un superávit del 1,4 % en el período 1980-85.

Es de destacar que esta tendencia es atribuible, en su totalidad, a la *expansión* de la tasa de *exportaciones*, puesto que la tasa de *importaciones* se ha mantenido relativamente *estable*. Prueba de ello es que estas tasas —en porcentaje del PIB— han pasado del 3,6 % y 9,1 %, respectivamente, en el período 1964-69, al 10,9 % y 9,6 %, respectivamente, en el período 1980-85. Por su parte, este doble fenómeno de

crecimiento de la tasa de exportaciones y de estabilidad de la tasa de importaciones es coherente con las estimaciones econométricas disponibles de las funciones de exportaciones e importaciones de la economía española (1).

Las funciones de exportaciones estimadas indican que estas dependen básicamente de la evolución de las importaciones mundiales, con elasticidad a largo plazo positiva y superior a la unidad, y del tipo de cambio real, con elasticidad a largo plazo negativa e inferior a la unidad (2). De este modo, si se tiene en cuenta que, según se ve en el cuadro 4, las importaciones no energéticas de los países industrializados crecieron el 8,1 % anual por término medio, mientras que el tipo de cambio real español sólo se apreció un 0,6 % anual por término medio, durante el período 1964-1985, es posible entender el aumento de las exportaciones no energéticas en proporción del PIB en este período.

Por su parte, la evidencia empírica disponible sobre la función de importaciones no energéticas de la economía española indica que estas dependen básicamente de la renta española con una elasticidad cercana a la unidad a largo plazo (3), sin que las varia-

(1) Véanse los trabajos de Bonilla (1978) y Mauleón (1985a y 1985b).

(2) Hay que observar, no obstante, que las funciones de exportaciones estimadas por Bonilla (1978) y Mauleón (1985a) incluyen el componente energético. Los valores que se obtienen para los períodos de 1962-1972 (Bonilla 1978) y 1973-1984 (Mauleón 1985a) son de -0,9 y -0,44 respectivamente para la elasticidad precio a largo plazo, y de 1,8 y 1,3 respectivamente para la elasticidad del comercio mundial.

(3) Para las importaciones no energéticas, Bonilla (1978) encuentra una elasticidad renta a largo plazo de 1,17 para el período 1962-1972, mientras que Mauleón (1985b) encuentra una elasticidad renta a largo plazo para el período 1973-1984 de 1,0 (con renta más importaciones) y de 0,85 (con renta).

(1) La elaboración del cuadro 3 con las series de exportaciones e importaciones en términos reales arroja resultados cualitativamente similares a los que se obtendrían de utilizar dichas series en términos nominales deflactadas por el PIB nominal.

4. Variables determinantes de las importaciones y exportaciones no energéticas

Tasas de crecimiento medias, en porcentajes

	1965-1985	1965-1969	1970-1973	1974-1977	1978-1979	1980-1985
Importaciones reales no energéticas de los países industrializados	8,1	13,3	9,9	6,9	8,7	4,9
PIB real español (a)	3,9	6,7	6,2	3,3	1,0	1,4
Tipo de cambio efectivo real frente al total mundial (b)	0,6	0,1	5,0	2,3	10,7	-5,9

(a) Para el período 1964-1980, Contabilidad Nacional de España base 1970. Para el período 1981-1985, Contabilidad Nacional de España base 1980.

(b) Calculado con los precios de consumo. Un signo positivo indica una apreciación (pérdida de competitividad) de la peseta.

Fuente: INE, Banco de España.

ciones del tipo de cambio real tengan efectos estadísticamente significativos (1). Esto, junto a la relativamente limitada apreciación del tipo de cambio real durante el período, es consistente con la estabilidad de las importaciones españolas en proporción del PIB en el período 1964-1985.

Una vez explicadas globalmente las tendencias principales de la evolución del comercio exterior español, las secciones siguientes profundizan en el estudio detallado de su estructura y de los cambios habidos en el período considerado.

2. ANALISIS DEL COMERCIO ESPAÑOL NO ENERGETICO POR GRUPOS DE PRODUCTOS (2)

En esta sección se estudian los flujos de exportación e importación españoles, excluida la energía, clasificados por grupos de productos, comparando su

(1) Esto no quiere decir que el tipo de cambio real no ejerza efecto alguno sobre las importaciones, sino que este efecto no se encuentra estadísticamente, debido, bien a los problemas prácticos de medición y agregación que implican los índices de tipo de cambio real utilizados, bien a los problemas teóricos (Svensson y Razin (1983)) derivados de las distintas influencias ejercidas por variaciones transitorias y permanentes, así como por variaciones esperadas e inesperadas del tipo de cambio real sobre la oferta y demanda de bienes importables. Por otra parte, variaciones de los precios relativos de los bienes comerciables pueden afectar significativamente a la estructura y al volumen de las importaciones, sin afectar, al mismo tiempo, al tipo de cambio real de la economía en su conjunto. Es de esperar que estos problemas también estén presentes en la estimación de la función de exportaciones, lo que plantea la necesidad de reestimar las funciones de importaciones y exportaciones con el fin de afrontar los problemas teóricos aludidos, así como de desagregar por productos y relacionar el comercio de éstos con la evolución de sus precios relativos.

(2) Esta sección y la siguiente se han obtenido a partir del trabajo de L'Hotellerie y Malo de Molina (1986).

comportamiento con el de esas mismas variables en la OCDE, conjunto de países en el que España se integra. Con ello se intenta clarificar cuáles han sido las principales líneas de evolución del comercio español no energético en el período analizado, 1966-1985, y determinar en qué medida esta evolución se ha adecuado a la del resto de los países industriales.

Como se ha señalado, en la sección siguiente se analizarán datos de comercio cruzados por tipos de productos y por áreas geográficas. El motivo de realizar un primer análisis por tipos de productos únicamente es que ello permite utilizar una clasificación más desagregada, en la que resulta más fácil discriminar entre sectores con una demanda más expansiva o un más alto nivel tecnológico y sectores relativamente recesivos.

El comercio energético se comenta separadamente en una sección posterior.

A continuación se hace una breve descripción de los datos utilizados, para exponer seguidamente los resultados del análisis.

a) Los datos utilizados (1)

En el análisis del comercio español por grupos de productos se han utilizado datos de exportación e im-

(1) La información estadística utilizada en la elaboración de esta sección y de la siguiente será publicada próximamente en la serie de Documentos de Trabajo del Banco de España con el nº 8706. Dado que no se dispone de índices de valor unitario para la clasificación por productos empleada, nos hemos visto obligados a utilizar los datos de comercio exterior por productos en términos nominales y no reales. Indudablemente, ante las presumibles variaciones de precios relativos internacionales que deben de haber existido en el período 1966-1985, esto puede haber sesgado el análisis, así como las conclusiones, si bien no está claro en qué dirección.

portación al nivel de capítulo (2 dígitos) de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI) (1), obtenidos de las publicaciones de la Dirección General de Aduanas. Asimismo, a fin de poder establecer comparaciones y de construir diversos índices, se han utilizado datos de exportaciones e importaciones de la OCDE, también a nivel de capítulo de la CUCI, que se han tomado de las estadísticas comerciales publicadas por esta organización.

La periodicidad de los datos es anual, y el período de tiempo cubierto, el comprendido entre 1966 y 1985. En el trabajo no se emplean, sin embargo, series completas de datos, sino únicamente los referidos a cuatro años: 1966, 1973, 1980 y 1985. De esta forma se consigue una mayor simplicidad y se facilita el manejo de la información. Los años elegidos corresponden al inicio temporal de la serie disponible, 1966, y a tres años, 1973, 1980 y 1985, que permiten apreciar la estructura del comercio antes y después de los dos *shocks* del petróleo, y en el año inmediatamente anterior a nuestra entrada en la Comunidad Económica Europea.

b) Ventaja comparativa, especialización y dependencia relativa en el comercio español

En 1966, la balanza comercial no energética española fue muy deficitaria, registrándose un saldo negativo del 48 % en porcentaje del comercio no energético (exportaciones + importaciones). A lo largo del período analizado, el fuerte crecimiento de las exportaciones en relación a las importaciones condujo a una sensible mejora de ese saldo, alcanzándose un superávit del 6 %, en porcentaje del comercio no energético, en 1985. Sin embargo, esta mejora del saldo comercial no afectó por igual a todos los productos en los que España comerciaba, aunque la mayor parte de ellos la reflejaron en una u otra medida. A fin de conocer las bases sobre las que se asentó la corrección de nuestro déficit comercial, es fundamental determinar qué sectores contribuyeron a ella con más fuerza.

(1) Algunos capítulos de la CUCI (Revisión 2) actualmente vigente han sido agregados para permitir comparaciones a lo largo de un amplio período de tiempo, en el que la CUCI ha sufrido modificaciones.

Una primera aproximación la proporcionan los *índices de ventaja comparativa revelada*. Lo que denominamos índice de ventaja comparativa revelada de un sector, o de un grupo de productos, mide el déficit o superávit del mismo como porcentaje del comercio total en ese tipo de bienes (1). La denominación del índice deriva de que, en ausencia de fuertes distorsiones de política comercial o de otra índole, cabe esperar que un país presente índices positivos (representativos de superávit comerciales) en aquellos productos para los que disfruta de ventaja comparativa en su producción en relación a los países con los que comercia, y que presente índices negativos en aquellos productos para los que otros países posean la ventaja comparativa.

En el gráfico 2, se comparan los índices correspondientes a 1966 y a 1985. Puede apreciarse cómo, entre ambos años, al margen de una elevación prácticamente general en el nivel de los índices derivada de la mejora en el saldo comercial global, hubo sectores que concentraron en mayor medida dicha mejora. Estos sectores se localizaron, fundamentalmente, en la producción de semimanufacturas, manufacturas de consumo y vehículos de carretera donde se alcanzaron superávits importantes (2). Sin embargo, los índices correspondientes a los principales sectores químicos, así como los de maquinaria, se mantuvieron negativos, mostrando una desventaja comparativa continuada, aunque de magnitud decreciente, de la economía española en ellos. Destaca también el mantenimiento a lo largo de todo el período analizado de fuertes déficit relativos en los sectores de materias primas (capítulos 21 a 29) y en ciertos productos agrícolas y alimenticios. La evolución de la estructura de ventaja comparativa entre 1966 y 1985 muestra un desplazamiento desde sectores intensivos en trabajo

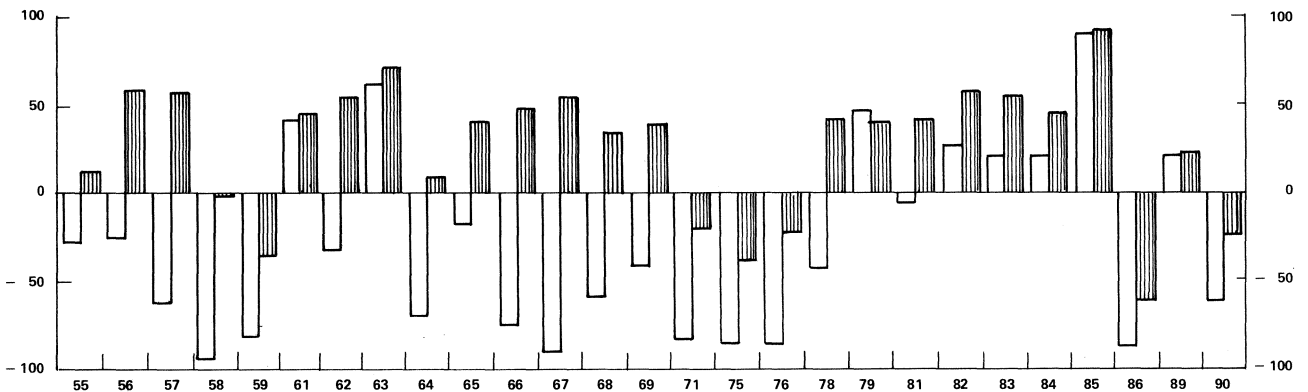
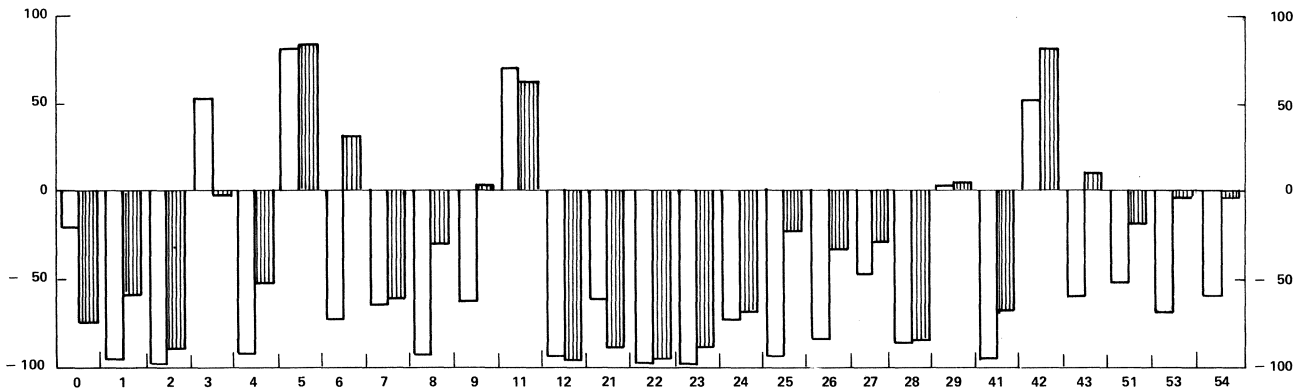
$$(1) \quad IVCR_{it} = \frac{X_{it} - M_{it}}{X_{it} + M_{it}} \times 100$$

i: producto; t: año.

Al interpretar estos índices, debe tenerse en cuenta que el valor del índice para un determinado sector es independiente del tamaño del mismo y que, por tanto, no puede tomarse como indicativo de la incidencia del déficit o superávit de ese sector sobre el déficit o superávit global.

(2) Esos productos quedan recogidos en los capítulos 61 a 69, 78, 81 a 85 y 89. El grado de desagregación utilizado no permite asignar con total claridad cada capítulo a un único tipo de bienes: semimanufacturas, manufacturas de consumo, bienes de inversión, etc. Por ejemplo, en el 69 se incluyen, junto a estructuras metálicas, artículos de cuchillería. No obstante, puede hacerse una asignación bastante aproximada.

**2. Índices de ventaja comparativa revelada del comercio español no energético
(1966-1985) (*)**



□ 1966
▨ 1985

- | | | |
|---------------------------------------|---|---|
| 00 Animales vivos | 27 Abonos y minerales en bruto | 65 Hilados y tejidos |
| 01 Carnes y sus preparados | 28 Menas y desechos de metales | 66 Manufacturas de minerales no metálicos |
| 02 Productos lácteos y huevos | 29 Otros productos en bruto | 67 Hierro y acero |
| 03 Pescado y sus preparados | 41 Aceites y grasas de origen animal | 68 Metales no ferrosos |
| 04 Cereales y sus preparados | 42 Aceites y grasas de origen vegetal | 69 Otras manufacturas de metales |
| 05 Legumbres y frutas | 43 Aceites y grasas elaborados | 71 Maquinaria no eléctrica |
| 06 Azúcar y sus preparados | 51 Productos químicos orgánicos e inorgánicos | 75 Equipo de oficina |
| 07 Café, té, cacao y especias | 53 Tintes curtiertes y colorantes | 76 Maquinaria eléctrica |
| 08 Piensos para animales | 54 Productos farmacéuticos | 78 Vehículos de carretera |
| 09 Comestibles diversos | 55 Aceites esenciales y perfumería | 79 Otro equipo de transporte |
| 11 Bebidas | 56 Abonos manufacturados | 81 Accesorios sanitarios y otros |
| 12 Tabaco | 57 Explosivos | 82 Muebles y sus partes |
| 21 Cueros y pieles sin curtir | 58 Resinas y materias plásticas | 83 Artículos de viaje |
| 22 Semillas y frutas oleaginosas | 59 Otros productos químicos | 84 Prendas de vestir y accesorios |
| 23 Caucho en bruto | 61 Cuero y sus manufacturas | 85 Calzado |
| 24 Corcho y madera | 62 Manufacturas de caucho | 86 Instrumentos científicos y de control |
| 25 Pulpa y desperdicios de papel | 63 Manufacturas de corcho y madera | 89 Artículos manufacturados diversos |
| 26 Fibras textiles y sus desperdicios | 64 Papel y cartón | 90 Mercancías diversas no clasificadas |

(*). Existe ventaja comparativa en un sector cuando el indicador toma valores positivos y desventaja comparativa en el caso contrario.

poco cualificado hacia sectores intensivos en capital (1) coherente con el importante proceso de desarrollo económico que experimentó nuestro país entre ambos años.

La estructura de ventaja comparativa reflejada en el gráfico 2 es el resultado tanto del tipo de especialización por el que ha optado la economía española a lo largo de estos años, y, por consiguiente, de los rasgos característicos de su proceso de industrialización, como de la estructura de dependencia que su dotación de recursos naturales y ese mismo proceso de industrialización han generado.

Una forma de analizar en qué sectores se ha especializado de forma preferente la economía española respecto al exterior es comparar la estructura de sus exportaciones con la de un conjunto de países representativo. El conjunto de países escogido es la OCDE —área en la que se integran prácticamente todos los países industriales—, y la comparación de las estructuras de exportación de España y la OCDE se realiza mediante los índices de especialización (2), que permiten determinar la magnitud relativa de nuestra intensidad exportadora en los diferentes sectores tomando como punto de referencia ese conjunto de países. Indudablemente, las conclusiones obtenidas de la observación de estos índices estarán sesgadas por la elección de ese conjunto de referencia. La inclusión en el mismo de países como Estados Unidos, Japón o Alemania, de desarrollo muy superior al nuestro, hace inevitable que la exportación española salga poco favorecida en la comparación. No obstante, lo importante es apreciar si la evolución de nuestro comercio no energético nos acerca o nos separa de aquel grupo de países al que, sin duda, nos queremos aproximar.

En el gráfico 3, se han representado, para 1966 y 1985, los índices de especialización de las exportaciones españolas no energéticas correspondientes a los 54 capítulos de la CUCI. Como se aprecia en el gráfico, en 1966 la estructura exportadora española

(1) En esta y en todas las referencias que se hagan en adelante a la intensidad factorial de los diferentes sectores, se toma como referencia el trabajo de Leamer (1984), puesto que aún no se cuenta con resultados concluyentes sobre la evolución de la intensidad factorial en el caso de nuestro comercio.

$$(2) IE_{it} = \frac{X_{it}^e / X_{net}^e}{X_{it}^o / X_{net}^o} \times 100$$

X_{ne}^e : exportaciones españolas no energéticas;

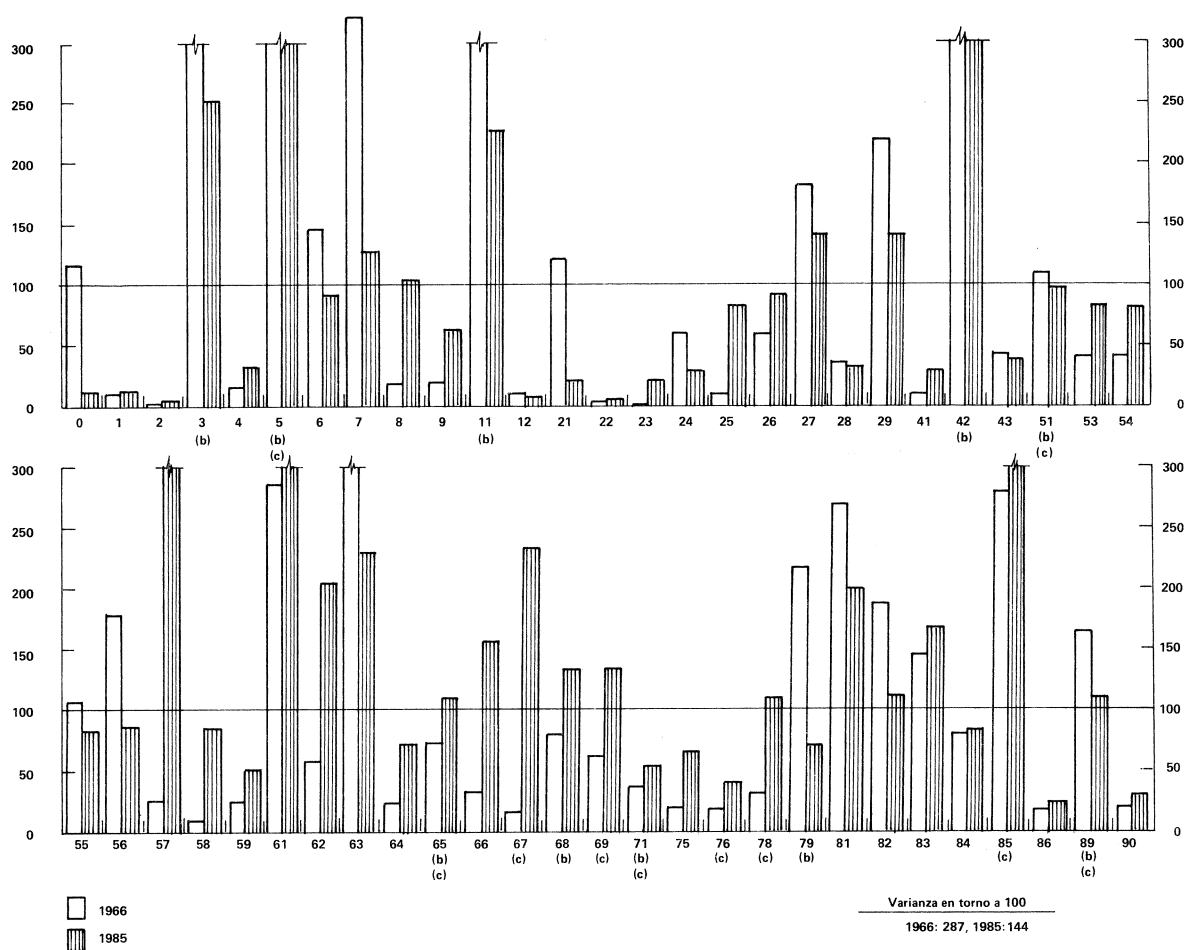
X_{ne}^o : exportaciones no energéticas de la OCDE;

i: producto; t: año.

se caracterizaba por una participación comparativamente elevada de las exportaciones de alimentos, en especial no elaborados, y bebidas (un 42 % frente al 13 % de la OCDE), mientras que los productos manufacturados y, sobre todo, los bienes de inversión tenían un peso relativo muy bajo. Sólo en manufacturas de consumo se lograba cierta especialización. No obstante, entre 1966 y 1985, la estructura de especialización de nuestras exportaciones sufrió una importante evolución, desplazándose hacia productos más elaborados. Esta sustitución se realizó en favor de las semimanufacturas, ciertas manufacturas de consumo y los vehículos de carretera, fundamentalmente, mientras que la maquinaria tenía todavía en 1985 una participación comparativamente baja en la exportación española. El impulso principal en este desplazamiento hacia bienes con mayor valor añadido se produjo en los primeros años del período analizado, entre 1966 y 1973, cuando sectores tan significativos para el proceso de desarrollo español como la siderurgia y el calzado elevaron considerablemente su peso en las ventas españolas al exterior. Esta evolución de la estructura de especialización supuso un acercamiento al patrón exportador de la OCDE, como lo prueba la importante reducción en la varianza en torno al valor 100 de los índices de especialización entre 1966 y 1985.

El cuadro 5, que recoge información adicional a la representada en el gráfico 3 sobre la evolución de nuestras exportaciones no energéticas, permite apreciar con claridad en qué sectores se basó la expansión de nuestras ventas en el exterior entre 1966 y 1985. Se incluyen en él aquellos sectores que, por su peso relativamente importante en las exportaciones —al menos un 1 %— y por experimentar tasas de crecimiento superiores a la media, fueron los impulsores del dinamismo exportador y, evidentemente, los que más peso ganaron a lo largo del período analizado. Como se observa en el cuadro, hasta 1973 hubo una gran variedad de sectores cuyas ventas al exterior crecieron por encima del total de las exportaciones, incluidas algunas industrias de alimentación y de manufacturas de consumo. Entre 1973 y 1980, el dinamismo de las exportaciones españolas se centró en sectores intensivos en capital, productores de bienes semielaborados y de bienes de capital, incorporándose al proceso algunos productos químicos y perdiendo importancia los sectores manufactureros más tradicionales. Por último, entre 1980 y 1985, el número de sectores con un crecimiento elevado en relación a la media se redujo sustancialmente, quedando

3. Índices de especialización de las exportaciones españolas no energéticas (1966-1985) (a)



□ 1966
▨ 1985

Varianza en torno a 100

1966: 287, 1985: 144

00 Animales vivos 0'5/0'0	27 Abonos y minerales en bruto 1'5/0'7	65 Hilados y tejidos 3'7/3'4
01 Carnes y sus preparados 0'1/0'1	28 Menas y desechos de metales 0'6/0'4	66 Manufacturas de minerales no metálicos 0'8/3'3
02 Productos lácteos y huevos 0'0/0'0	29 Otros productos en bruto 1'1/0'5	67 Hierro y acero 0'9/10'9
03 Pescado y sus preparados 4'1/1'8	41 Aceites y grasas de origen animal 0'0/0'0	68 Metales no ferrosos 2'3/2'3
04 Cereales y sus preparados 0'7/0'8	42 Aceites y grasas de origen vegetal 3'9/2'1	69 Otras manufacturas de metales 1'7/3'3
05 Legumbres y frutas 30'5/7'6	43 Aceites y grasas elaborados 0'0/0'0	71 Maquinaria no eléctrica 5'2/7'0
06 Azúcar y sus preparados 0'4/0'2	51 Productos químicos orgánicos e inorg. 3'2/4'1	75 Equipo de oficina 0'3/2'7
07 Café, té, cacao y especias 0'9/0'5	53 Tintes curtiembres y colorantes 0'3/0'5	76 Maquinaria eléctrica 1'2/3'6
08 Piensos para animales 0'1/0'5	54 Productos farmacéuticos 0'5/1'1	78 Vehículos de carretera 2'7/14'3
09 Comestibles diversos 0'1/0'2	55 Aceites esenciales y perfumería 0'6/0'5	79 Otro equipo de transporte 7'8/2'4
11 Bebidas 0'1/0'0	56 Abonos manufacturados 1'4/0'5	81 Accesorios sanitarios y otros 0'8/0'5
12 Tabaco 0'1/0'0	57 Explosivos 0'0/0'1	82 Muebles y sus partes 0'8/0'9
21 Cueros y pieles sin curtir 0'6/0'1	58 Resinas y materias plásticas 0'2/2'0	83 Artículos de viaje 0'2/0'2
22 Semillas y frutas oleaginosas 0'0/0'0	59 Otros productos químicos 0'3/0'7	84 Prendas de vestir y accesorios 1'5/1'5
23 Caucho en bruto 0'0/0'1	61 Cuero y sus manufacturas 1'4/1'5	85 Calzado 1'4/3'8
24 Corcho y madera 0'7/0'2	62 Manufacturas de caucho 0'5/1'8	86 Instrumentos científicos y de control 0'4/0'9
25 Pulpa y desperdicios de papel 0'1/0'5	63 Manufacturas de corcho y madera 2'2/0'9	89 Artículos manufacturados diversos 5'3/3'6
26 Fibras textiles y sus desperdicios 0'9/0'8	64 Papel y cartón 0'6/1'7	90 Mercancías diversas no clasificadas 0'4/0'6

(a). Un índice superior a 100 indica que la participación relativa de las exportaciones españolas del producto correspondiente en el total de exportaciones es mayor que en la OCDE.

Al lado del nombre de cada capítulo se indica el peso porcentual del mismo en la exportación española no energética en 1966 y 1985.

(b). Los diez capítulos con mayor importancia porcentual en la exportación en 1966 fueron por este orden: 5, 79, 89, 71, 11, 3, 42, 65, 51 y 68 que en total representaron el 70'7%.

(c). Los diez capítulos con mayor importancia porcentual en la exportación en 1985 fueron por este orden: 78, 67, 5, 71, 51, 85, 89, 76, 65 y 69 que en total representaron el 61'6%.

5. Sectores dinámicos de las exportaciones españolas no energéticas

CAPITULOS CUCI	1966-1973 (a)		1973-1980 (a)		1980-1985 (a)	
	Crecimiento relativo (b)	% de las export. en 1973	Crecimiento relativo (b)	% de las export. en 1980	Crecimiento relativo (b)	% de las export. en 1985
3. Pescados y sus preparados					104,5	1,5
11. Bebidas	103,5	4,5				
42. Aceites de origen vegetal	105,4	4,1				
51. Productos químicos orgánicos e inorgánicos			158,2	3,0	133,6	4,1
54. Productos farmacéuticos			179,6	1,0	111,4	1,1
58. Resinas y materias plásticas			292,1	1,3	154,7	2,0
61. Cuero y sus manufacturas	102,9	1,4	115,8	1,6		
62. Manufacturas de caucho	626,8	2,9				
64. Papel y cartón			185,6	1,6	104,4	1,7
65. Hilados y tejidos			102,4	3,5		
66. Manufacturas de minerales no metálicos	278,0	2,2	202,9	4,6		
67. Hierro y acero	699,1	6,3	153,2	9,7	111,9	10,9
68. Metales no ferrosos			348,9	3,5		
69. Otras manufacturas de metales	190,3	3,3	133,8	4,4		
71. Maquinaria no eléctrica	117,9	6,1	142,8	8,7		
75. Equipo de oficina			175,7	1,0	285,8	2,7
76. Maquinaria eléctrica	313,6	3,9	105,0	4,1		
78. Vehículos de carretera	210,1	5,6	201,3	11,2	127,6	14,3
79. Otro equipo de transporte					104,6	2,4
82. Muebles y sus partes	163,4	1,2				
84. Prendas de vestir y accesorios	183,5	2,7				
85. Calzado	395,0	5,6			134,1	3,8

(a) En cada período aparecen citados únicamente aquellos capítulos cuyas exportaciones experimentaron un crecimiento superior al del total de las exportaciones españolas no energéticas en ese período, y cuya participación porcentual en las mismas, al final del período, era igual o superior al 1,0%.

(b) Crecimiento relativo de las exportaciones del capítulo i, medido por $\frac{X_{iT}/X_{it}}{X_T/X_t} \times 100$, donde t = año inicial y T = año final.

únicamente las industrias químicas ya señaladas, el sector del automóvil –sectores ambos con una importante penetración de capital extranjero– y un par de sectores tradicionales en la exportación española, el de hierro y acero y el de calzado, cuyo resurgir, en el caso del calzado, puede estar ligado al desarrollo de la economía oculta en los últimos años. Aunque en el siguiente apartado se hace una valoración más fundamentada de estos cambios en la composición de las exportaciones españolas no energéticas, cabe señalar aquí la importancia de que algunos productos químicos y farmacéuticos y cierto tipo de maquinaria, como el equipo de oficina, de alto contenido tecnológico y con gran potencial de demanda, se hallen entre los sectores más dinámicos en los últimos años. Ello ha permitido que su participación en las exportaciones se haya acercado mucho a la que tienen en el conjunto de la OCDE (en el caso de los productos químicos) o se haya elevado significativamente, aunque

siga siendo baja (en el caso del equipo de oficina), según se aprecia en el gráfico 3.

Los hechos reflejados por la estructura de especialización y la evolución dinámica de las exportaciones españolas son, pues, coherentes con la estructura de ventaja comparativa analizada antes. Por otro lado, las *importaciones* ofrecen también elementos ilustrativos de esta última. En el gráfico 4, se han representado los índices de dependencia relativa de las importaciones españolas no energéticas en 1966 y 1985. Dichos índices relacionan la estructura porcentual de las importaciones españolas con la de las importaciones de la OCDE (1) y permiten determinar la mag-

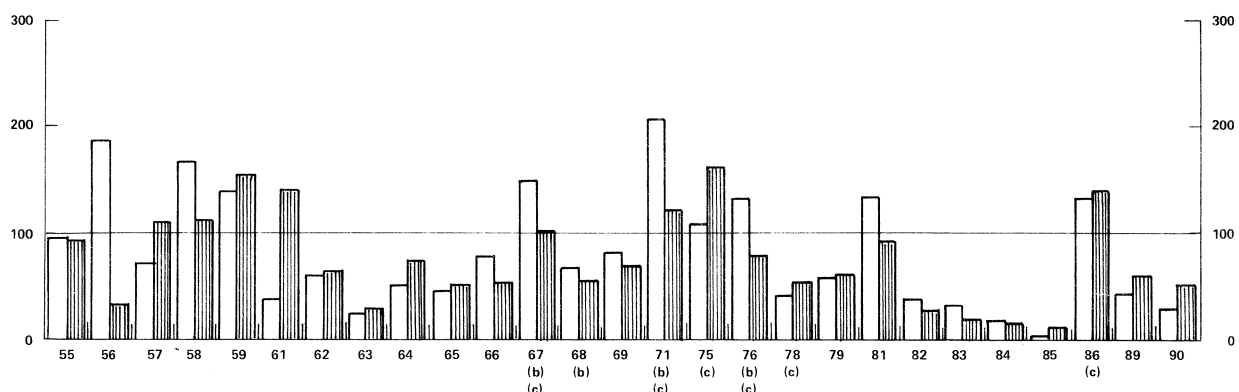
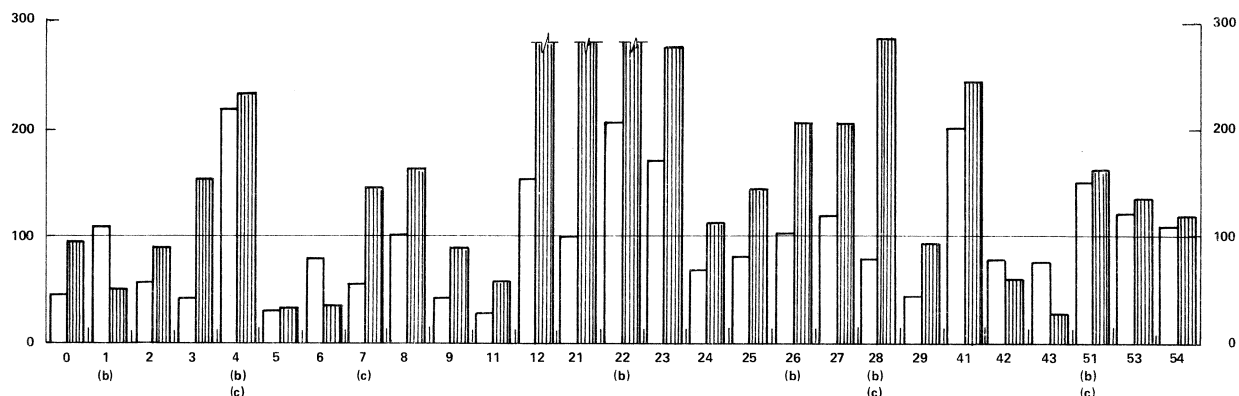
$$(1) ID_{it} = \frac{M_{it}^e/M_{net}^e}{M_{it}^o/M_{net}^o} \times 100$$

M_{ne}^e : importaciones españolas no energéticas;

M_{ne}^o : importaciones no energéticas de la OCDE;

i: producto; t: año.

4. Índices de dependencia relativa de las importaciones no energéticas españolas (1966-1985) (a)



Varianza en torno a 100
1966:55, 1985:92

□ 1966
▨ 1985

00	Animales vivos	0'3/0'3	27	Abonos y minerales en bruto	1'6/1'4	65	Hilados y tejidos	2'0/1'6
01	Carnes y sus preparados	2'8/0'7	28	Menas y desechos de metales	3'2/6'1	66	Manufacturas de minerales no metálicos	2'1/1'3
02	Productos lácteos y huevos	0'6/0'6	29	Otros productos en bruto	0'4/0'6	67	Hierro y acero	7'0/3'7
03	Pescado y sus preparados	0'5/2'1	41	Aceites y grasas de origen animal	0'5/0'2	68	Metales no ferrosos	3'8/1'5
04	Cereales y sus preparados	7'1/2'3	42	Aceites y grasas de origen vegetal	0'5/0'3	69	Otras manufacturas de metales	1'5/1'6
05	Legumbres y frutas	1'2/0'8	43	Aceites y grasas elaborados	0'1/0'0	71	Maquinaria no eléctrica	19'7/12'0
06	Azúcar y sus preparados	0'9/0'1	51	Productos químicos orgánicos e inorg.	3'8/6'6	75	Equipo de oficina	1'4/7'1
07	Café, té, cacao y especias	1'6/2'6	53	Tintes curtientes y colorantes	0'6/0'7	76	Maquinaria eléctrica	6'3/6'7
08	Pienso para animales	1'2/1'1	54	Productos farmacéuticos	0'8/1'3	78	Vehículos de carretera	2'5/6'8
09	Comestibles diversos	0'1/0'2	55	Aceites esenciales y perfumería	0'4/0'5	79	Otro equipo de transporte	1'0/1'2
11	Bebidas	0'3/0'5	56	Abonos manufacturados	0'9/0'1	81	Accesorios sanitarios y otros	0'3/0'2
12	Tabaco	1'3/1'8	57	Explosivos	0'0/0'0	82	Muebles y sus partes	0'2/0'3
21	Cueros y pieles sin curtir	1'0/1'4	58	Resinas y materias plásticas	2'0/2'3	83	Artículos de viaje	0'0/0'1
22	Semillas y frutas oleaginosas	2'9/2'5	59	Otros productos químicos	1'2/1'6	84	Prendas de vestir y accesorios	0'4/0'6
23	Caucho en bruto	1'4/1'1	61	Cuero y sus manufacturas	0'2/0'6	85	Calzado	0'0/0'1
24	Corcho y madera	1'8/1'5	62	Manufacturas de caucho	0'3/0'6	86	Instrumentos científicos y de control	2'5/4'3
25	Pulpa y desperdicios de papel	1'1/1'0	63	Manufacturas de corcho y madera	0'2/0'2	89	Artículos manufacturados diversos	1'2/2'5
26	Fibras textiles y sus desperdicios	3'9/1'9	64	Papel y cartón	1'1/1'6	90	Mercancías diversas no clasificadas	0'6/1'1

- (a). Un índice superior a 100 indica que la participación relativa de las importaciones españolas del producto correspondiente en el total de importaciones es mayor que en la OCDE.
Al lado del nombre de cada capítulo se indica su importancia porcentual en la importación no energética de 1966 y 1985.
- (b). Los diez capítulos con mayor peso porcentual en la importación no energética de 1966 fueron, por este orden, 71, 4, 67, 76, 26, 68, 51, 28, 22 y 1, que en total representaron el 60'5 %.
- (c). Los diez capítulos con mayor peso porcentual en la importación no energética de 1985 fueron por este orden, 71, 75, 78, 76, 51, 28, 86, 67, 4 y 7, que en total representaron el 58'6 %.

nitud de nuestra dependencia importadora en los diferentes sectores, tomando como punto de referencia ese conjunto de países. Son aplicables en este caso las mismas cautelas que se señalaron para las exportaciones en cuanto a la inclusión en el grupo de referencia de países con un grado de desarrollo diferente del nuestro.

En 1966, la estructura de las importaciones españolas no energéticas se caracterizó por el peso relativamente elevado, en comparación con la OCDE, de los productos químicos, la maquinaria y las materias primas, y la baja participación de los productos semimanufacturados y manufacturados. Entre 1966 y 1985, período en el que tuvo lugar un fuerte proceso de industrialización en la economía española, se agravó nuestro déficit relativo de materias primas, mientras que se redujo, aún más, nuestra dependencia en semimanufacturas y manufacturas de consumo, sectores en los que, como acabamos de ver, se especializó la industria española. Por otro lado, probablemente como resultado de una política de sustitución de importaciones, se produjo un descenso del nivel de dependencia en maquinaria (exceptuado el equipo de oficina), al que no debió de ser ajeno, en los últimos años, el desplome de la inversión en la economía española. Estos cambios en la estructura de dependencia relativa de nuestras importaciones evidencian un alejamiento en relación a la estructura importadora de la OCDE, recogido en el aumento de la varianza en torno al valor 100 de los índices representados en el gráfico 4.

Un análisis de los sectores más dinámicos de la importación no energética, similar al realizado para las exportaciones, confirma el papel impulsor de las compras de materias primas y ciertos productos alimenticios, al menos hasta 1980. Cabe señalar también la importancia creciente de las compras de productos químicos y de bienes que incorporan tecnología avanzada, como el equipo de oficina o los instrumentos científicos (véase el cuadro 6).

Las estructuras de especialización y dependencia relativa, así como los índices de ventaja comparativa revelada, muestran *modificaciones importantes* en el comercio español durante los últimos lustros, reflejo, a su vez, de las principales tendencias de nuestra economía. Una valoración completa de estas modificaciones requeriría la combinación de datos de comercio con datos referidos a otras variables económicas, pero el nivel de agregación empleado en esta

sección y la falta de información estadística obligan a ceñirse a los datos de exportaciones e importaciones. No obstante, ello es suficiente para emitir un primer juicio sobre las principales tendencias del comercio español en los últimos años, evaluando el dinamismo de la demanda y el contenido tecnológico de los sectores en los que se ha concentrado.

c) El dinamismo de la demanda y el comercio español de manufacturas

Una de las tendencias más claras en la evolución del comercio español desde 1966 ha sido el peso creciente que han representado en el mismo las manufacturas. Como se aprecia en el cuadro 7, el desplazamiento de nuestras exportaciones no energéticas hacia ese tipo de bienes fue de casi treinta puntos porcentuales entre 1966 y 1985. Es importante, pues, poder valorar el *potencial de demanda* de los sectores manufactureros hacia los que se ha desplazado nuestro comercio. Para ello vamos a emplear una clasificación de productos industriales, utilizada por la Comisión Europea en algunos de sus trabajos (1), que los encuadra en tres grandes grupos –sectores de demanda fuerte, media o débil– en función de la tasa de crecimiento de la demanda interior dirigida a los mismos en un conjunto de nueve países industriales (siete países europeos, más Estados Unidos y Japón) durante el período 1972-1982.

Para ese grupo de países industriales, los sectores de demanda fuerte registraron un crecimiento de la demanda interior, en términos reales, cercano al 7 % anual durante el período citado (2). En estos sectores se incluyen industrias enfrentadas a una demanda internacional en plena expansión (material eléctrico y electrónico, informática, instrumentos de precisión, productos químicos) y con un alto contenido de nuevas tecnologías. Por otra parte, los sectores de demanda media, que presentaron un crecimiento medio anual en el entorno del 2 % al 3 %, incluyen, entre otros, la maquinaria, el material de transporte y los alimentos. Por último, los sectores de demanda débil, entre los que se encuentra una serie de industrias in-

(1) Véase, por ejemplo, el estudio de la CEE (1985).

(2) Debe tenerse en cuenta que el crecimiento estimado de la demanda está calculado sobre cantidades efectivamente producidas y consumidas de la variable y que, por tanto, puede obedecer tanto a cambios en los determinantes teóricos de la demanda como a desplazamientos de la curva de oferta.

6. Sectores dinámicos de las importaciones españolas no energéticas

CAPITULOS CUCI	1966-1973 (a)		1973-1980 (a)		1980-1985 (a)	
	Crecimiento relativo (b)	% de las export. en 1973	Crecimiento relativo (b)	% de las export. en 1980	Crecimiento relativo (b)	% de las export. en 1985
3. Pescados y sus preparados	232,5	1,1	228,0	2,6		
4. Cereales y sus preparados			123,9	4,5		
7. Café, té, cacao y especias	116,8	1,8	184,2	3,3		
8. Piensos para animales	297,2	3,7			386,2	1,1
12. Tabaco			117,5	1,5	118,8	1,8
21. Cueros y pieles sin curtir	144,9	1,4			176,3	1,4
22. Semillas y frutas oleaginosas			171,1	4,5		
23. Caucho en bruto			109,1	1,3		
24. Corcho y madera	171,9	3,0				
25. Pulpa y desperdicios de papel			100,7	1,0		
26. Fibras textiles					101,4	1,9
27. Abonos y minerales en bruto			131,4	1,8		
28. Menas y desechos de metales	149,5	4,8	137,0	6,5		
51. Productos químicos orgánicos e inorgánicos	144,0	5,5	112,1	6,1	108,3	6,6
54. Productos farmacéuticos	239,5	1,8			108,7	1,3
58. Resinas y materias plásticas	113,0	2,2			124,1	2,3
59. Otros productos químicos	111,5	1,3	110,3	1,4	116,1	1,6
64. Papel y cartón	100,3	1,1	128,8	1,5	108,6	1,6
65. Hilados y tejidos	104,7	2,1				
66. Manufacturas de minerales no metálicos			101,9	1,7		
69. Otras manufacturas de metales			130,7	1,9		
75. Equipo de oficina	158,6	2,3	137,5	3,2	224,4	7,1
76. Maquinaria eléctrica			114,0	7,0		
78. Vehículos de carretera	116,4	2,9	160,4	4,7	144,3	6,8
79. Otro equipo de transporte	302,0	3,0				
86. Instrumentos científicos y de control	129,6	3,2	135,1	4,3	100,4	4,3
89. Manufacturas diversas	171,8	2,1	107,1	2,3	109,9	2,5
90. Mercancías diversas			170,6	1,2		

(a) En cada período aparecen citados únicamente aquellos capítulos cuyas importaciones experimentaron un crecimiento superior al del total de las importaciones españolas no energéticas en ese período, y cuya participación porcentual en las mismas, al final del período, era igual o superior al 1,0 %.

(b) Crecimiento relativo de las importaciones del capítulo *i*, medido por $\frac{M_{iT}}{M_{iT}} \times 100$, donde *t* = año inicial y *T* = año final.

termedias, como la siderurgia, y productos industriales diversos, mantuvieron un crecimiento de la misma entre el 1 % y el 1,5 %.

Tomando como base esta clasificación, cabe señalar que nuestra economía, a lo largo del período analizado, ha tendido a especializarse en aquellos sectores que, según el criterio que acabamos de definir, se caracterizan por tener una demanda menos dinámica. Como puede apreciarse en el gráfico 5, la mejora de nuestro *saldo comercial* de productos manufacturados entre 1966 y 1985 se manifestó de forma generalizada en todos y cada uno de los

grupos de productos considerados, aunque fue mucho más intensa en sectores relativamente receptivos, en especial en las industrias del textil, cuero y calzado, y en la siderurgia y productos metálicos. Asimismo, algunos sectores de demanda media, principalmente el equipo de transporte, y dentro del mismo los vehículos de carretera, alcanzaron superávit de importancia al final del período analizado. Sin embargo, en los sectores de demanda fuerte, si bien la tasa de cobertura mejoró sensiblemente, la balanza comercial continuó siendo deficitaria. Hay que subrayar, no obstante, que, a partir de 1973, los sectores de demanda fuerte registraron las mayores tasas de aumento tanto de las exportaciones como de

7. Estructura del comercio de manufacturas

%

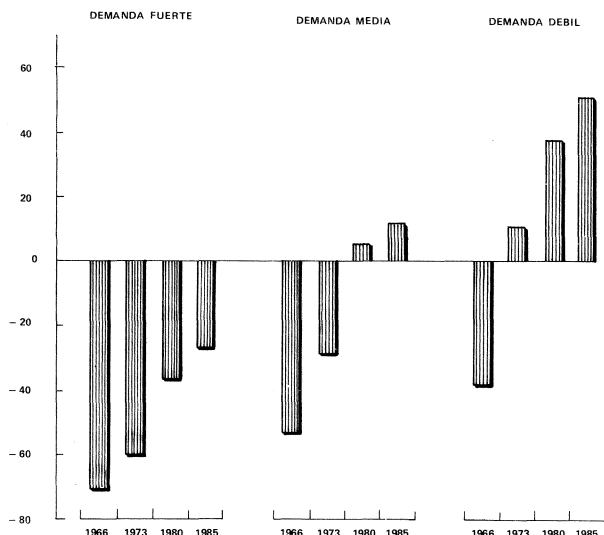
	Exportaciones (a)				Importaciones (b)			
	1966	1973	1980	1985	1966	1973	1980	1985
Demanda fuerte:								
España	8,3	9,2	12,2	14,7	17,8	21,7	24,6	28,9
OCDE	18,0	18,1	21,0	25,1	13,3	16,0	19,2	23,5
Demanda media:								
España	26,4	32,6	33,5	34,6	32,5	34,7	28,7	30,9
OCDE	34,3	37,0	37,0	38,2	28,7	31,9	31,9	33,8
Demanda débil:								
España	23,7	34,5	38,3	37,0	19,5	16,5	16,6	13,9
OCDE	29,0	26,8	27,0	24,1	28,4	28,7	30,2	26,6
TOTAL:								
España	58,4	76,4	84,0	86,3	69,8	72,9	69,9	73,7
OCDE	81,4	81,9	85,0	87,4	70,4	76,7	81,3	83,9

(a) En porcentaje de las exportaciones no energéticas.
 (b) En porcentaje de las importaciones no energéticas.

las importaciones de manufacturas (1), aunque este gran dinamismo de los flujos de comercio no se tradujo, como veremos a continuación, en variaciones sustanciales de los niveles de especialización y dependencia relativa.

(1) No obstante, al estar manejando magnitudes nominales no se puede determinar en qué medida ello se debe a aumentos en las exportaciones e importaciones en términos reales o a elevaciones en el precio relativo de las manufacturas de demanda fuerte.

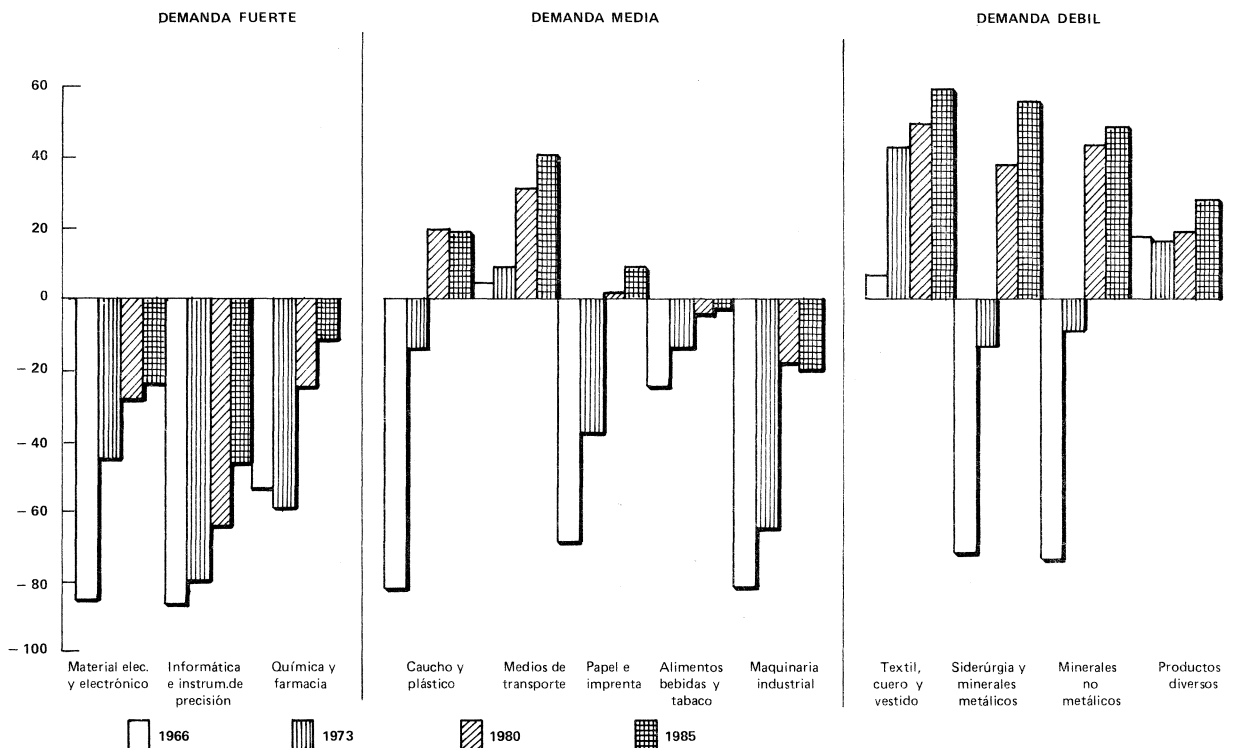
5. Ventaja comparativa revelada del comercio español de manufacturas



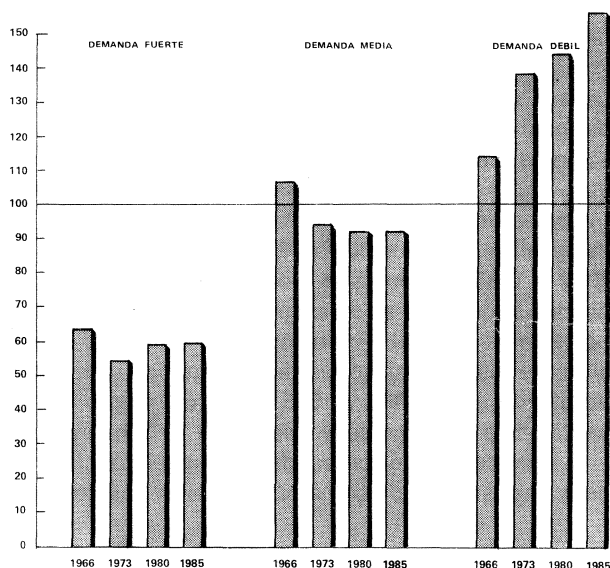
La estructura de especialización de las *exportaciones* españolas de manufacturas, recogida en el gráfico 6, muestra, paralelamente a los índices de ventaja comparativa revelada, un peso bastante superior en nuestras ventas al exterior de los productos más tradicionales, caracterizados por un escaso avance tecnológico y una demanda relativamente estancada, en comparación con la OCDE, donde los productos más avanzados alcanzan una participación superior a la que tienen en España. A lo largo del período analizado, se intensificó esa relativa especialización exportadora en sectores de demanda débil, mientras que el mayor crecimiento de las exportaciones de productos de demanda fuerte solo permitió el mantenimiento, a niveles más bien bajos, de los índices de especialización de ese conjunto de sectores. Este es un problema que España comparte, en cierta medida, con los países de la CEE, que registraron, en conjunto, un descenso en sus niveles de especialización en sectores de demanda fuerte entre 1972 y 1983, aunque sus índices se mantuvieron en niveles superiores a los alcanzados por nuestras exportaciones (1). Cabe mencionar, no obstante, que el auge de las exportaciones de informática y material de oficina entre 1980 y 1985 y el crecimiento de las ventas de productos químicos desde 1973 han permitido avances importantes de la especialización en estas industrias. Por su parte, dentro de los sectores

(1) Véase el trabajo de la CEE (1985).

5bis. Índices de ventaja comparativa revelada del comercio español de manufacturas (1966-1985)



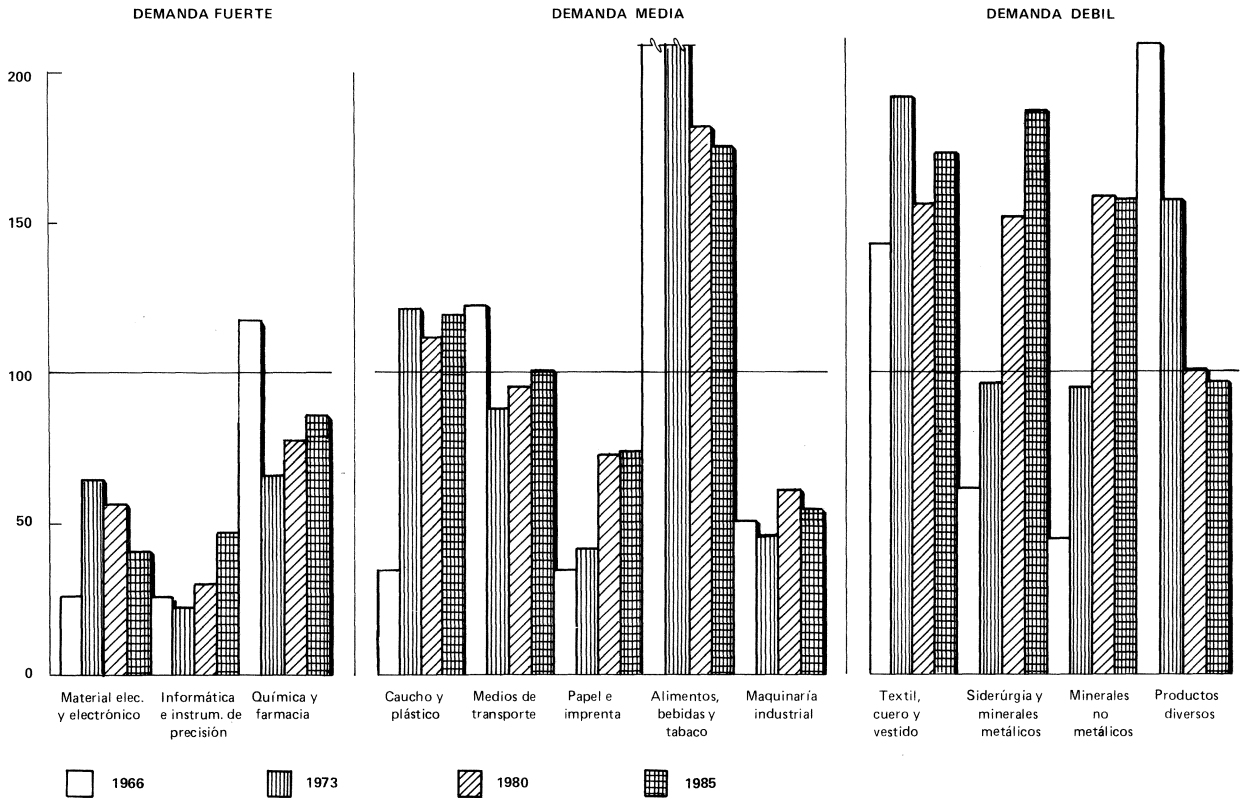
6. Especialización de las exportaciones españolas de manufacturas



de demanda media, el comportamiento de nuestras exportaciones fue bastante distinto entre las diferentes industrias, destacando por su importancia el nivel alcanzado en material de transporte y en alimentación.

Centrando ahora la atención en la estructura de dependencia relativa de las importaciones de productos industriales, recogida en el gráfico 7, destaca su relativa estabilidad a lo largo del período considerado. Los rasgos principales de esa estructura muestran una dependencia continuada en los sectores de demanda fuerte y una escasa penetración, en relación al conjunto de países industriales, en los sectores de demanda débil. De nuevo, en la CEE se ha registrado un fenómeno paralelo de intensificación de la dependencia relativa en los sectores de demanda fuerte, aunque los niveles alcanzados son inferiores a los nuestros. En general, en el caso español, se observa una situación simétrica de alta (baja) especialización y baja (alta) dependencia relativa en las diferentes industrias, aunque hay excepciones, como los productos alimenticios, que registraron una alta partici-

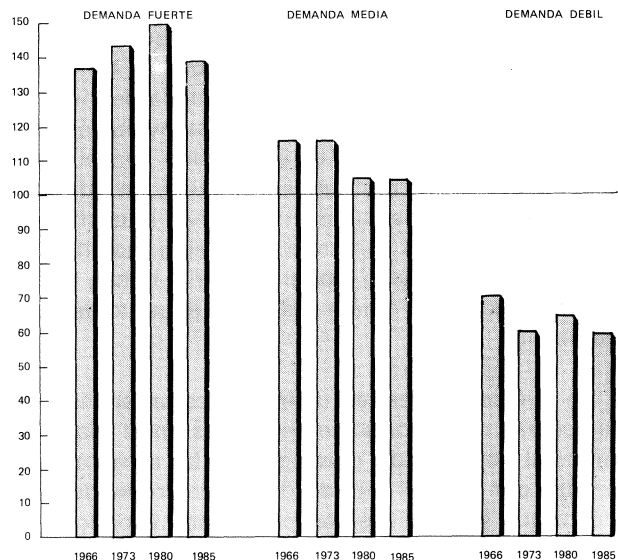
6bis. Índices de especialización de las exportaciones españolas de manufacturas (1966-1985)



pación relativa tanto en las exportaciones como en las importaciones de manufacturas.

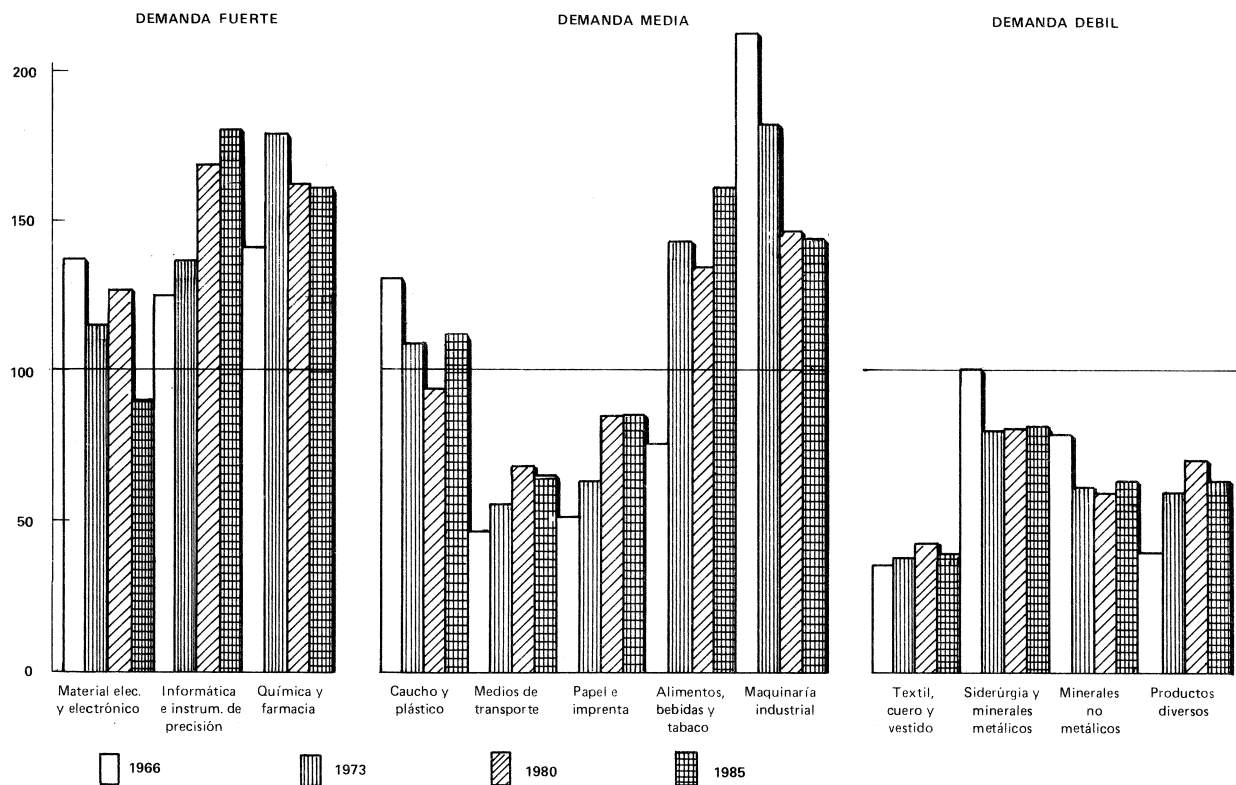
7. Dependencia relativa de las importaciones españolas de manufacturas

Según se señaló anteriormente, los sectores de demanda fuerte se caracterizan por incluir una gran parte de las industrias de alta tecnología. Salvo la industria aeronáutica, todas aquellas clasificadas como de fuerte intensidad tecnológica por la OCDE (1) (informática, material eléctrico y electrónico, farmacia e instrumentos de precisión y medida) están incluidas entre las de demanda fuerte. En relación a esto, cabe notar que los únicos productos de demanda fuerte para los que el comercio español reveló una ventaja comparativa positiva (pertenecientes a la industria química: abonos manufacturados, productos de perfumería) no se encuentran entre los de alta tecnología. Así, pues, no son solo argumentos basados en el potencial de demanda, sino también la importancia de que la industria española se incorpore plenamente a los sectores que desarrollan y utilizan el equipo productivo y la tecnología más avanzados, los que avalan el esfuerzo exportador realizado en los sec-



(1) Véase el documento de la OCDE (1984).

7bis. Índices de dependencia relativa de las importaciones españolas de manufacturas (1966-1985)



tores de demanda fuerte y muestran la necesidad de que este continúe con mayor intensidad.

d) Cuotas de exportación en el mercado mundial

En el apartado anterior se ha analizado la evolución del comercio español de manufacturas tomando como base el dinamismo de la demanda de los diferentes productos. Un aspecto de esa evolución, conectado con el anterior, es su relación con el dinamismo del comercio mundial; es decir, en qué medida nuestras ventas al exterior se han intensificado en productos cuyo comercio ha crecido más rápidamente que la media, o, por el contrario, lo han hecho en productos poco dinámicos desde el punto de vista comercial.

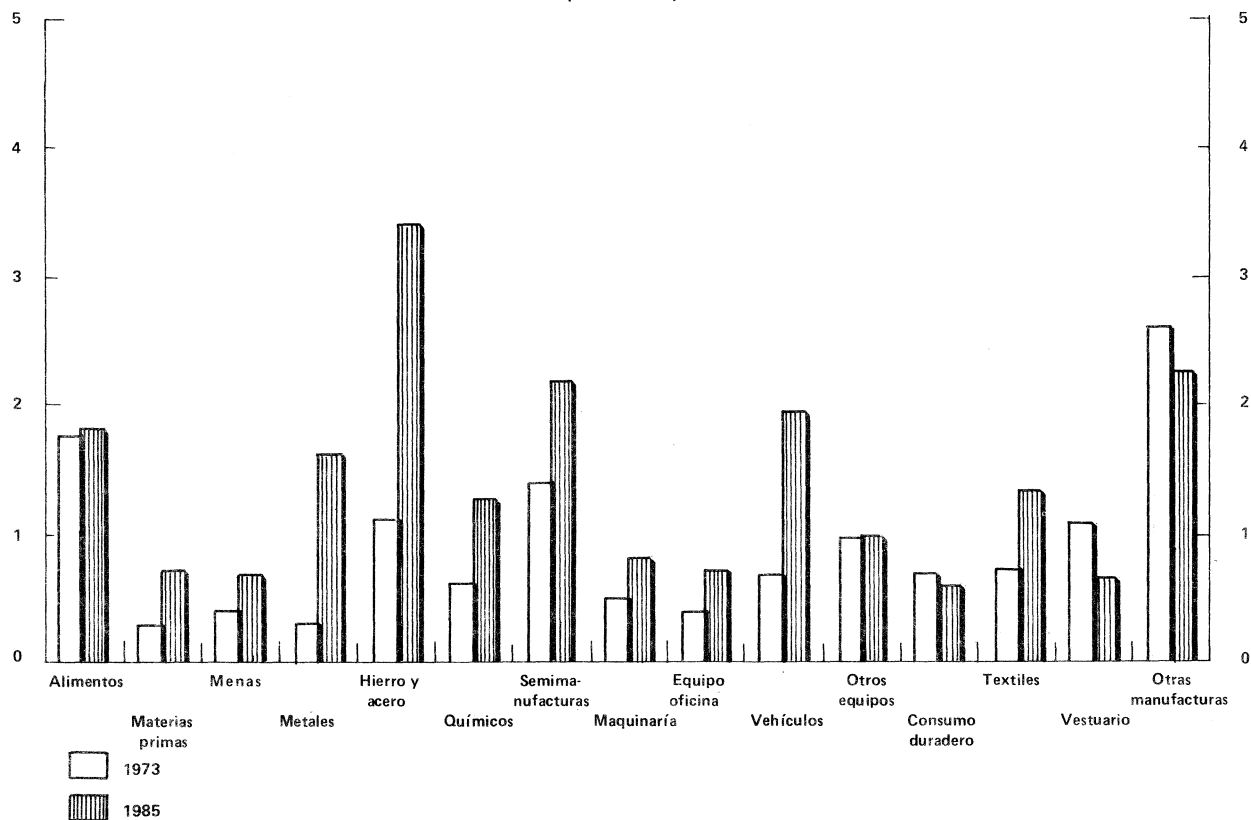
Lo que se plantea, en definitiva, es un análisis de las *cuotas de exportación* españolas en el mercado mundial —esto es, del porcentaje de las compras realizadas por todo el mundo de un determinado producto que se satisface con producción española— y de su evolución en el período considerado. El análisis

de las cuotas de importación, que miden nuestra importancia como clientes en el mercado mundial, resulta mucho menos relevante para el presente estudio, por lo que no se aborda.

Para construir las cuotas de las exportaciones no energéticas por grupos de productos, es necesario disponer de datos de importaciones mundiales desagregados según esos grupos. Al realizar este trabajo, no se disponía de tales datos para los 54 capítulos de la CUCI que se han venido utilizando hasta ahora, por lo que ha sido necesario emplear una clasificación más agregada, elaborada por el GATT, para la que sí están disponibles (1). En el gráfico 8, se representan las cuotas de las exportaciones no energéticas para 1973 y 1985, primero y último año para los que se han conseguido datos. En él se aprecia cómo, de acuerdo con las tendencias descritas en apartados anteriores,

(1) En la sección siguiente se comenta detalladamente el contenido de esta información.

8. Cuotas de las exportaciones españolas no energéticas en el mercado mundial (1973-1985)



los avances más significativos de nuestras cuotas de exportación se registraron en los sectores de metales no ferrosos, hierro y acero, otras semimanufacturas y vehículos de carretera –sector al que cabe atribuir el grueso de nuestras exportaciones de equipo de transporte–, todos ellos, salvo el último, clasificados como de demanda débil. Hay que señalar, sin embargo, que las ganancias de cuota se extendieron a la mayoría de los sectores y que también fueron importantes en el caso de los productos químicos y la maquinaria. No hay que olvidar que la cuota global de las exportaciones españolas no energéticas se elevó de 1,0 a 1,4 entre los dos años analizados (1).

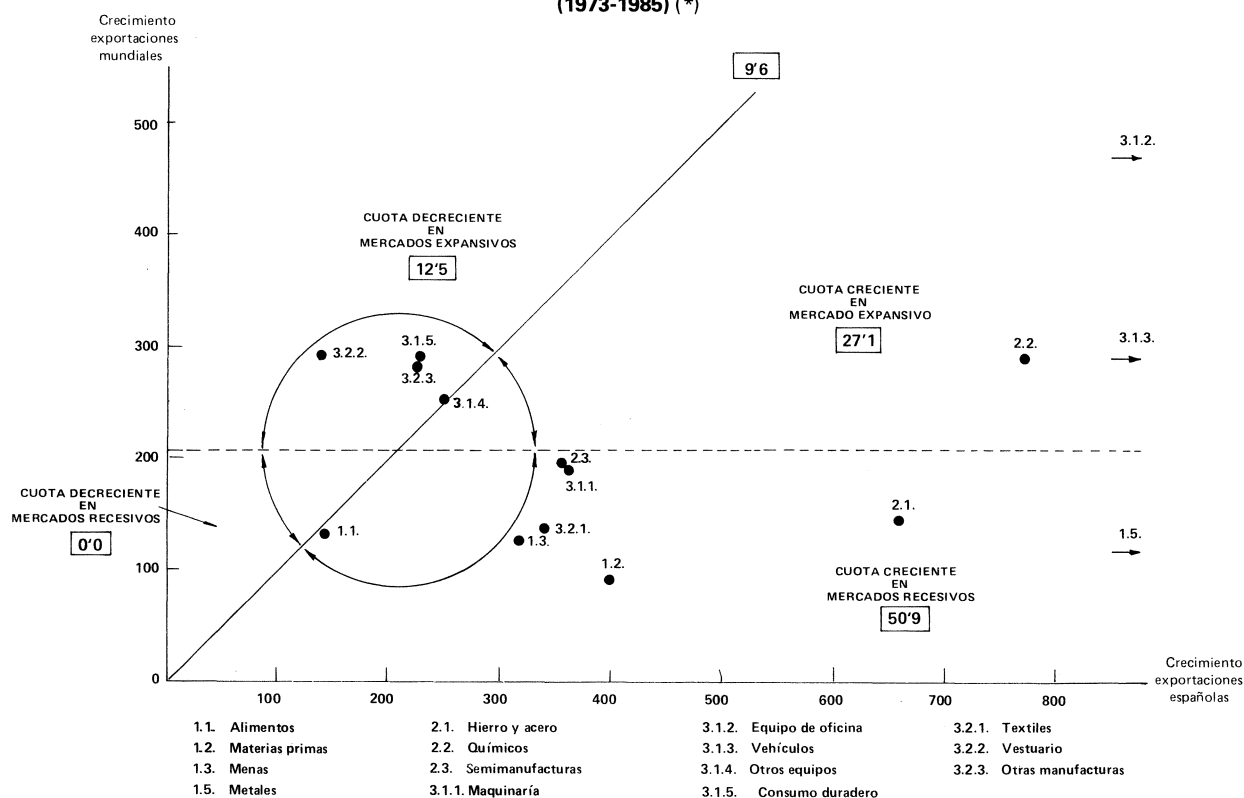
Para poder establecer si esos incrementos de cuota se registraron en mercados o sectores dinámicos desde el punto de vista del comercio mundial, se ha construido el gráfico 9, en el que se representan, para cada grupo de productos, las tasas de crecimiento de las exportaciones españolas y de las importaciones mundiales, en valores corrientes, entre 1973 y 1985. La bisectriz del cuadrante separa

(1) En la sección siguiente se discuten con más detalle las cuotas por áreas geográficas.

las zonas de cuotas de mercado crecientes y decrecientes, y la línea horizontal, determinada por la tasa de crecimiento del total de las importaciones mundiales no energéticas, divide las zonas correspondientes a mercados expansivos y a mercados recesivos. De esta forma, cada grupo de productos queda situado dentro de una de las cuatro zonas posibles, con las siguientes características: cuota creciente en mercados expansivos, cuota creciente en mercados recesivos, cuota decreciente en mercados expansivos y cuota decreciente en mercados recesivos.

En el caso español, tres de los cuatro sectores que antes se señalaban como los más significativos por la magnitud de las cuotas y su carácter creciente (metales no ferrosos, hierro y acero y otras semimanufacturas) son recesivos a nivel mundial. Sólo uno de esos sectores, el de vehículos de carretera, es expansivo. Por lo que respecta a aquellos sectores en los que nuestras exportaciones perdieron cuota de mercado (consumo duradero, vestuario y otras manufacturas de consumo), los tres se caracterizan por tener un mercado expansivo. Estos hechos son re-

9. Dinamismo relativo y cuota de mercado de las exportaciones españolas no energéticas en el mercado mundial (1973-1985) (*)



(*) Los números en los recuadros son los porcentajes que representaron las exportaciones de los sectores incluidos en cada una de las cuatro zonas del gráfico en el total de las exportaciones españolas no energéticas en 1985. Los porcentajes correspondientes a los sectores cuya cuota no varió entre 1973 y 1985 se recuadraron sobre la bisectriz.

flejo del desplazamiento hacia sectores tradicionales que han experimentado las exportaciones españolas no energéticas en los últimos años y en los que parece situarse nuestra ventaja comparativa. No obstante, el fuerte desarrollo de las ventas de vehículos de carretera y las ganancias de cuota, aunque su nivel siga siendo bajo, en productos químicos y equipo de oficina indican que los productos españoles pueden también abrirse paso en sectores más dinámicos.

3. ANALISIS DE LA ESTRUCTURA GEOGRAFICA DEL COMERCIO ESPAÑOL NO ENERGETICO

El objetivo de esta sección es analizar la estructura geográfica del comercio español no energético y su evolución en los últimos quince años, para poder determinar en qué medida su expansión ha sido el resultado de una mayor penetración de nuestros productos en las áreas con mercados más dinámicos, o, por el contrario, encubre un cierto repliegue sobre las zonas menos competidas por otros países industriales. Este análisis nos permitirá acotar también la

posición española en relación al patrón de comercio europeo.

Para cumplir este objetivo, es necesario disponer de un conjunto de datos bastante completo, que se describe en primer lugar, y, a continuación, se presentan los principales resultados obtenidos.

a) Los datos utilizados

La información necesaria para el análisis de la especialización geográfica del comercio incluye datos de flujos de comercio por áreas geográficas, desagregados, a su vez, por grupos de productos, y referidos tanto a las exportaciones e importaciones españolas como a las de dichas áreas geográficas, para un período de tiempo suficientemente amplio. Ello implica disponer de cifras de comercio para España y otros países y grupos de países según una clasificación homogénea de productos. La única información de este tipo a nuestra disposición fue la proporcionada por el Gabinete del Sector Exterior, de la Secre-

taría de Estado de Comercio, que, a su vez, la había elaborado a partir de datos del GATT y de la Dirección General de Aduanas. La clasificación por productos que siguen estos datos, y que ya ha sido utilizada al final de la sección anterior, presenta un nivel de agregación superior al de la clasificación empleada en el resto de esa sección, por lo que no es posible identificar adecuadamente los sectores de demanda fuerte o de alto contenido tecnológico. Por otro lado, la clasificación por áreas geográficas utilizada para el comercio español es ligeramente distinta de la empleada para otras áreas y ninguna de las dos permite considerar aisladamente algunos grupos significativos de países como los Nuevos Países Industrializados. Por último, los datos españoles cubren el período 1970-1985, mientras que los de otros países sólo están disponibles desde 1973.

A pesar de estos inconvenientes, la base de datos utilizada mantiene su validez para el análisis de nuestros intercambios comerciales con distintas zonas geográficas y de su adecuación a las modificaciones en la estructura del comercio mundial.

b) Ventaja comparativa, especialización y cuotas de mercado del comercio español por áreas geográficas

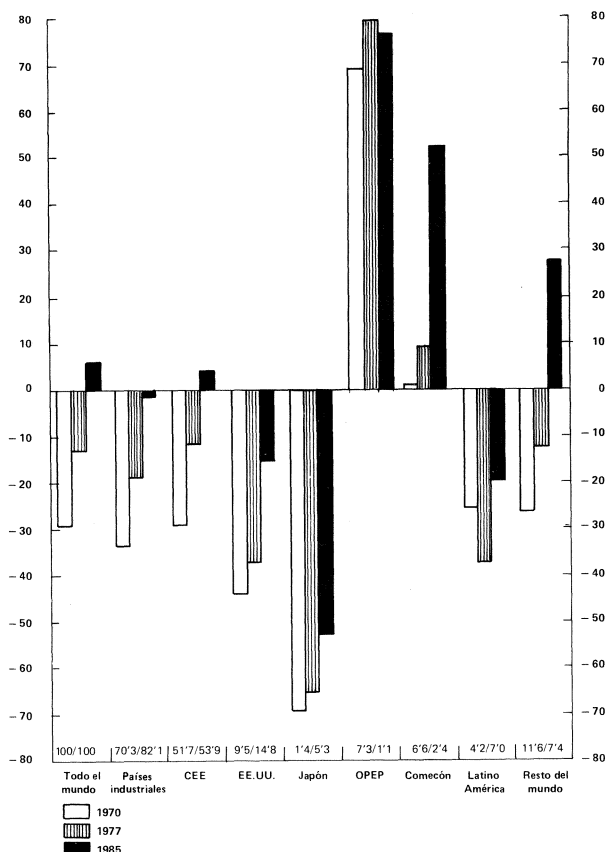
La mejora generalizada del saldo comercial por productos que, como señalamos en la sección anterior, tuvo lugar desde mediados de los años sesenta, como consecuencia de la fuerte expansión de nuestras exportaciones, se reflejó paralelamente en una mejora de nuestro saldo comercial frente a distintas áreas geográficas.

El gráfico 10 recoge los índices de ventaja comparativa revelada (1) del comercio no energético frente a los distintos países y grupos de países considerados en el análisis. En él se aprecia cómo la sustancial mejora de nuestro saldo comercial no energético en el período 1970-1985 se reflejó en el comercio con todas las áreas geográficas consideradas, alcanzándose superávit frente a la CEE, la OPEP, el Comecon y el área denominada Resto del Mundo (2), mientras que frente a Latinoamérica, zona de la que importamos principalmente materias primas, nuestro

(1) Aunque el nombre, en este caso, no resulta apropiado puesto que no miden la ventaja en el comercio de un producto concreto.

(2) Países en desarrollo con la exclusión de la OPEP y América Latina.

10. Índices de ventaja comparativa del comercio no energético frente a las diversas áreas geográficas (*)



(*) En el gráfico se han incluido los porcentajes que las exportaciones/importaciones correspondientes a cada área geográfica representaron en el total de exportaciones/importaciones españolas no energéticas en 1985.

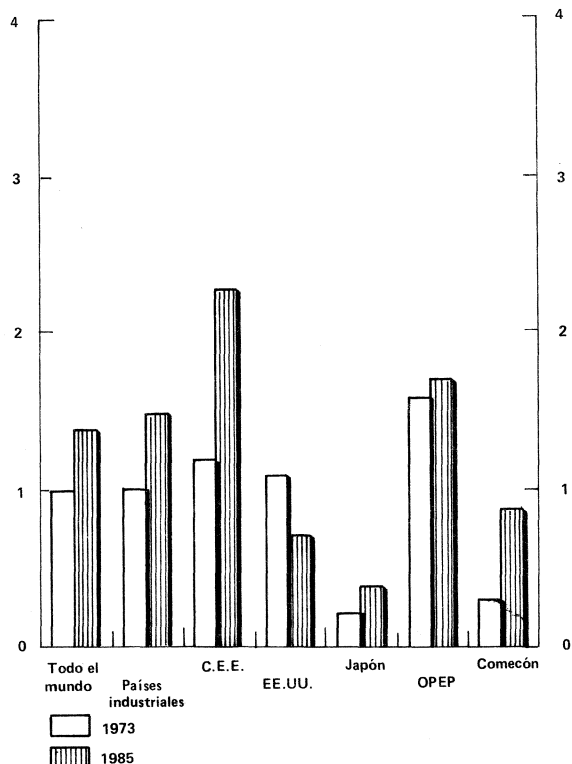
saldo siguió siendo negativo. Frente a Estados Unidos y Japón, se registró un descenso porcentual del déficit, que encubre, como muestra el gráfico 11, una fuerte pérdida de cuota de nuestras exportaciones, en el primer caso, y un cierto progreso, a niveles muy bajos, en el segundo. Es esta una tendencia preocupante, al menos en el caso de Estados Unidos, uno de los mercados más expansivos desde 1970, aunque hay que recordar que la política comercial de este país ha sido bastante adversa para nuestros productos.

Aunque no es el propósito de este trabajo efectuar un análisis estadístico de los determinantes de las exportaciones españolas por áreas geográficas, se ha realizado una serie de regresiones (véase el cuadro C del apéndice) para tener una idea aproximada de la medida en que el comportamiento de las exportaciones españolas, en términos reales, dirigidas a Estados Unidos, Japón, la CEE y conjunto de

países de la OCDE, responde de forma significativa y en la dirección prevista a sus determinantes teóricos más directos: el tipo de cambio efectivo real frente al área o país correspondiente, y el crecimiento de su PIB. En todos los casos, se han obtenido signos adecuados para ambas variables explicativas, aunque en el caso de Japón el efecto del tipo de cambio no resulta significativo.

Pasando ahora a describir la evolución de nuestro comercio con las diferentes áreas geográficas, el gráfico 11, muestra cómo la CEE fue una de las zonas donde nuestras exportaciones resultaron más dinámicas, aumentando su cuota de mercado desde el 1,3 % en 1973 al 2,3 % en 1985. El aumento de cuotas, recogidas en el cuadro 8, fue extensivo a casi todos los sectores, destacando las ganancias registradas en algunos mercados expansivos como los vehículos de carretera y, en menor medida, los productos químicos (gráfico 12). Las exportaciones de sectores más tradicionales, como los metales no ferrosos, el hierro y el acero, y las semimanufacturas, también mostraron un dinamismo creciente, pero

11. Cuotas de las exportaciones españolas no energéticas en las diversas áreas geográficas

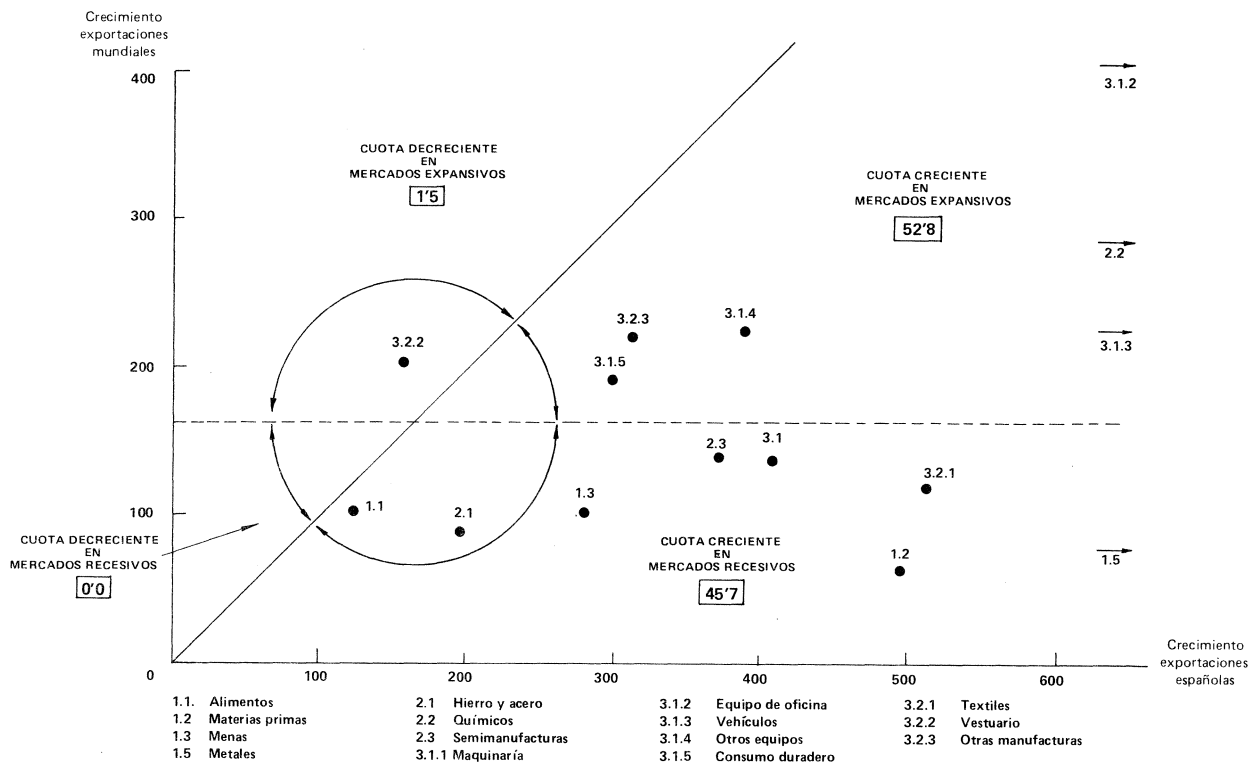


ello no impidió que la estructura de las ventas españolas a la CEE se acercase a la estructura general de las exportaciones de los países industrializados, mejorando su patrón de especialización. La evolución de nuestra ventaja comparativa frente a los países comunitarios reflejó este dinamismo exportador, como se aprecia en el gráfico 13, aunque la mejora del saldo comercial en los sectores de manufacturas de consumo, si bien reflejó un aumento de nuestras ventas, estuvo motivado en mayor medida por el desplazamiento de los países europeos como proveedores de este tipo de bienes en favor de los países de nueva industrialización y de Japón (véase el cuadro 9).

El comercio con otros países industrializados mostró tendencias menos favorables. Como ya se señaló, nuestra cuota de exportación en el *mercado estadounidense*, uno de los más dinámicos, se redujo a la mitad entre 1973 y 1985, pasando del 1,1 % a 0,7 %. Este descenso se extendió a la mayor parte de los sectores, representados en el gráfico 14, siendo particularmente relevantes las pérdidas de cuota en las industrias de vestido y otras manufacturas de consumo, donde nuestros productos disfrutaban de cuotas apreciables a principios del período y que, además, fueron mercados expansivos. Por otro lado, se registró un desplazamiento hacia exportaciones de semimanufacturas, en especial de hierro y acero. Dado que nuestra dependencia importadora de Estados Unidos fue especialmente intensa en manufacturas no destinadas al consumo y en alimentación y materias primas, nuestro patrón de ventaja comparativa frente a este país, recogido en el gráfico 15, solo mostró una ventaja positiva apreciable en semimanufacturas, con la excepción de los productos químicos, y en bienes de consumo, donde se mantuvo el saldo positivo, a pesar de los descensos en las cuotas.

El comercio con *Japón* se caracterizó por el escaso poder de penetración de nuestros productos en sus mercados y por nuestra creciente e importante dependencia en ciertos sectores de bienes de consumo. Dentro de lo reducido de las cuotas de nuestras exportaciones a Japón, éstas presentaron una estructura sesgada hacia sectores tradicionales, aunque algunos de ellos expansivos en el caso japonés (como, por ejemplo, el sector alimenticio, que representó un 45 % de nuestras ventas a Japón en 1985), con las ganancias de cuota centradas en materias primas, semimanufacturas y otras manufacturas de con-

12. Dinamismo relativo y cuota de mercado de las exportaciones españolas no energéticas a la CEE (1973-1985) (*)

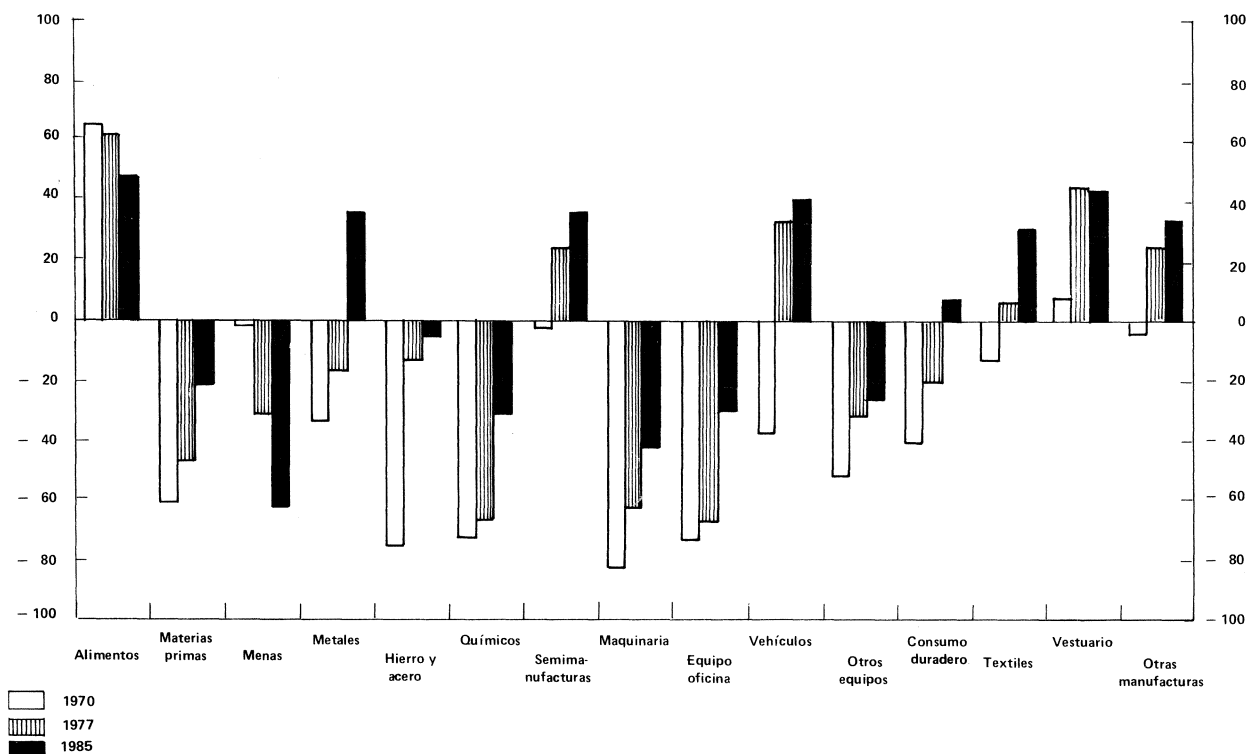


(*) Los números en los recuadros son los porcentajes que representaron las exportaciones de los sectores incluidos en cada una de las cuatro zonas del gráfico en el total de las exportaciones españolas no energéticas en 1985.

8. Cuotas de las exportaciones españolas no energéticas a distintas áreas geográficas

	Todo el Mundo		Países industriales		CEE		EEUU		Japón		OPEP		COMECON	
	1973	1985	1973	1985	1973	1985	1973	1985	1973	1985	1973	1985	1973	1985
1.1. Alimentos	1,8	1,8	2,1	2,3	2,4	2,6	1,6	1,3	0,6	0,8	2,0	1,7	0,4	0,5
1.2. Materias primas	0,3	0,7	0,3	0,9	0,4	1,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,9	0,4	0,1	0,4
1.3. Menas y otros minerales	0,4	0,7	0,4	0,8	0,6	1,1	0,6	0,6	0,0	0,2	0,4	1,1	0,1	0,2
1.5. Metales no ferrosos	0,3	1,6	0,3	1,6	0,4	2,6	0,0	0,5	0,0	0,6	0,6	1,9	0,3	2,3
2.1. Hierro y acero	1,1	3,4	1,2	2,5	1,7	2,6	0,7	1,7	0,0	1,7	1,8	4,2	0,7	4,4
2.2. Productos químicos	0,6	1,3	0,6	1,2	0,6	1,5	0,7	0,9	0,3	0,5	0,9	2,1	0,4	1,1
2.3. Otras semimanufacturas	1,4	2,2	1,5	2,2	1,5	2,9	1,4	1,3	0,5	0,6	3,2	3,7	1,1	1,0
3.1.1. Maquinaria de ciertas ind.	0,5	0,8	0,6	0,9	0,7	1,5	0,6	0,5	0,3	0,2	1,0	1,2	0,1	0,3
3.1.2. Equipos de oficina	0,4	0,7	0,5	0,9	0,6	1,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,5	0,4	0,0	0,1
3.1.3. Vehículos de carretera	0,7	1,9	0,7	2,3	1,3	7,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,5	0,5	0,5	0,3
3.1.4. Otros bienes de equipo	1,0	1,0	0,7	0,9	1,0	1,5	0,6	0,5	0,0	0,0	2,2	1,2	0,2	0,6
3.1.5. Otros bienes cons. duradero	0,7	0,6	0,7	0,7	1,0	1,3	0,5	0,2	0,2	0,1	1,1	0,5	0,1	0,1
3.2.1. Textiles	0,7	1,3	0,7	1,5	0,7	1,9	0,9	1,1	0,3	0,1	2,1	2,6	0,2	0,5
3.2.2. Vestuario	1,1	0,7	1,2	0,6	1,1	0,9	1,6	0,2	0,4	0,3	2,2	3,1	0,1	0,1
3.2.3. Otras manufac. consumo	2,6	2,3	2,7	2,4	2,1	2,8	5,7	2,2	0,4	0,6	4,1	2,9	0,3	0,4
TOTAL NO ENERGETICO	1,0	1,4	1,1	1,5	1,3	2,3	1,1	0,7	0,3	0,4	1,6	1,7	0,3	0,9

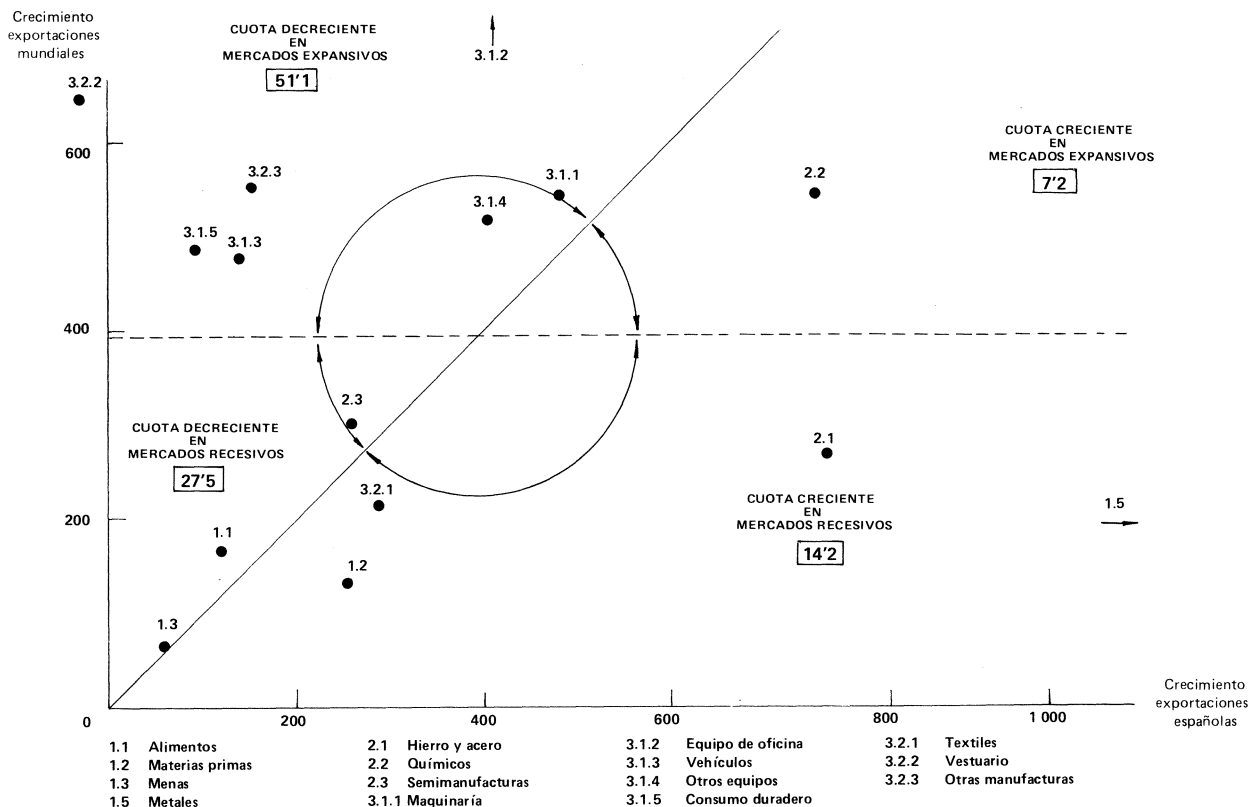
13. Indices de ventaja comparativa frente a la CEE



9. Cuotas de las exportaciones no energéticas de las distintas áreas geográficas en el mercado español

	Países industriales		CEE		EEUU		Japón		OPEP		COMECON		LATINO-AMERICA		Resto del Mundo	
	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985
1.1. Alimentos	46,6	55,3	14,8	22,1	27,8	28,1	0,7	0,2	0,9	1,5	6,0	4,2	37,9	29,1	8,6	9,9
1.2. Materias primas	59,3	63,8	22,9	34,5	9,1	12,6	0,6	0,5	1,3	4,1	2,7	3,7	8,5	6,7	28,2	21,7
1.3. Menas y otros minerales	58,3	61,1	15,4	44,2	28,0	10,9	0,0	0,0	1,1	2,1	0,4	4,2	13,5	8,6	26,6	24,0
1.5. Metales no ferrosos	63,6	77,8	41,5	60,5	5,3	5,5	1,5	0,5	0,0	0,2	2,1	1,5	12,6	16,5	21,7	4,0
2.1. Hierro y acero	90,6	86,9	46,8	77,1	12,6	1,2	23,7	2,1	0,6	0,8	3,8	2,3	1,6	4,4	3,4	5,6
2.2. Productos químicos	93,9	91,2	65,1	66,5	19,1	15,3	2,1	3,2	0,0	2,7	1,6	2,3	1,7	2,1	2,8	1,9
2.3. Otras semimanufac.	96,4	86,6	59,5	60,1	12,5	4,9	1,2	2,2	0,2	1,0	0,6	1,3	0,9	3,9	1,9	7,2
3.1.1. Maquinaria ciertas indust.	98,5	97,8	72,5	72,6	16,1	10,6	0,7	4,5	0,0	0,0	1,5	1,5	0,0	0,1	0,0	0,7
3.1.2. Equipos de oficina	98,3	95,2	56,5	55,0	29,1	21,3	3,1	14,7	0,0	0,0	1,1	0,2	0,4	0,7	0,2	4,0
3.1.3. Vehículos de carretera	99,7	99,6	87,4	88,7	9,7	1,3	0,1	6,5	0,0	0,0	0,1	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1
3.1.4. Otros bienes de equipo	99,4	97,6	52,4	63,2	36,9	21,4	1,6	5,3	0,0	0,0	0,3	0,9	0,1	0,2	0,2	1,2
3.1.5. Otros bienes de consumo duradero	97,2	83,5	49,9	31,3	4,1	1,9	15,9	41,3	0,0	0,0	0,3	1,1	0,0	0,6	2,5	14,7
3.2.1. Textiles	94,5	81,7	68,2	62,3	7,7	6,0	2,9	7,0	0,3	0,1	1,9	9,0	0,8	2,5	2,5	6,6
3.2.2. Vestuario	86,5	64,9	77,4	53,1	3,0	1,6	3,5	2,8	0,0	0,1	2,4	14,3	0,0	0,4	11,0	20,3
3.2.3. Otras manufac. consumo	91,7	88,3	68,4	59,2	9,5	9,3	7,2	12,8	0,0	0,0	1,9	2,7	2,8	1,0	3,7	8,0
TOTAL NO ENERGETICO	80,2	82,1	46,2	53,9	19,9	14,8	3,5	5,3	0,4	1,1	2,3	2,4	9,4	7,0	7,6	7,4

14. Dinamismo relativo y cuota de mercado de las exportaciones españolas no energéticas a los Estados Unidos (1973-1985) (*)



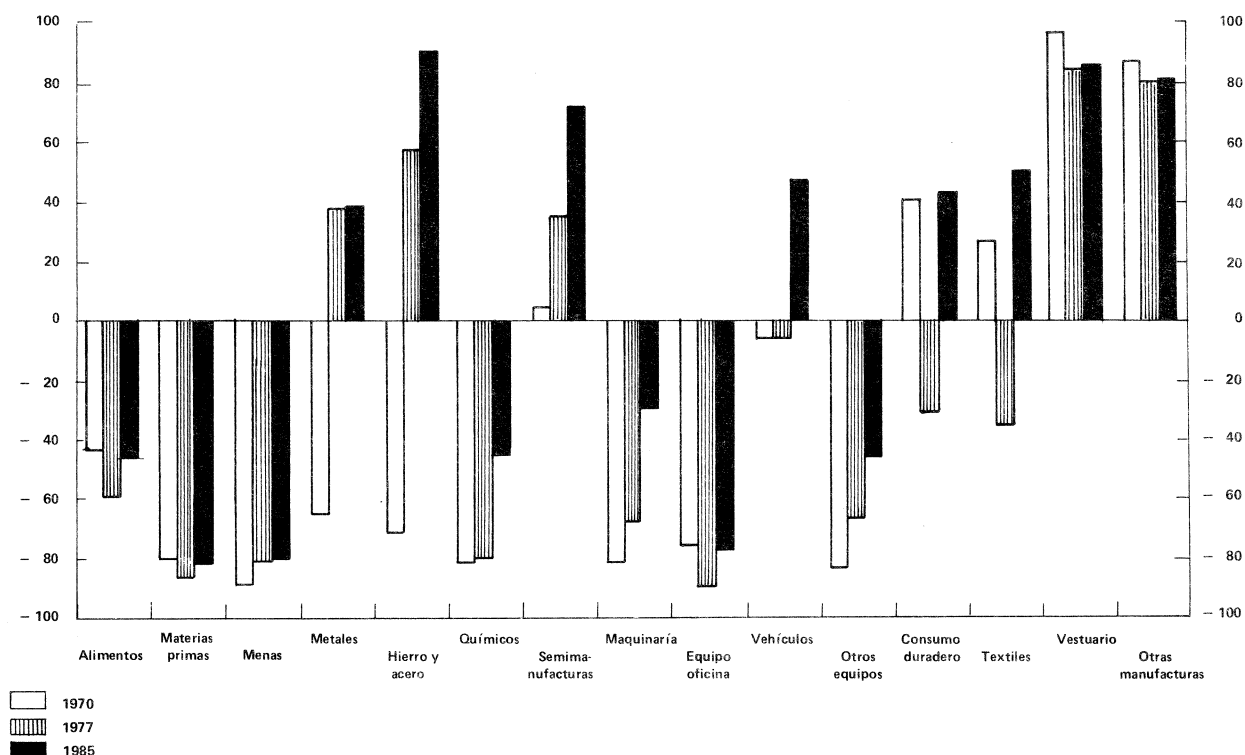
(*). Los números en los recuadros son los porcentajes que representaron las exportaciones de los sectores incluidos en cada una de las cuatro zonas del gráfico en el total de las exportaciones españolas no energéticas en 1985.

sumo, tal como se aprecia en el gráfico 16, mientras que las pérdidas de cuota fueron generalizadas en los sectores de bienes de equipo, bienes de consumo duradero, textiles y vestido. Por el contrario, los productos japoneses adquirieron una posición dominante en el suministro al mercado español de bienes de consumo duradero y otras manufacturas de consumo. Cabe señalar la gran pérdida de importancia de las compras de hierro y acero que, a principios del período, eran la partida más relevante de las importaciones españolas procedentes de Japón, representando un 24 % del total de las importaciones españolas de estos productos en 1970 (véase el cuadro 9). La estructura de ventaja comparativa revelada, representada en el gráfico 17, muestra hasta qué punto el aparato productivo español resultó poco competitivo en relación al japonés, dada la generalización de elevados déficit en todos los sectores manufactureros, con la excepción del vestido.

La evolución de las exportaciones españolas hacia las zonas de la OPEP, el COMECON y Latinoamérica entre 1970 y 1985 vino caracterizada por la pérdida de importancia relativa de los alimentos, las manufacturas de consumo y los bienes de equipo en favor de las semimanufacturas, en especial el hierro y el acero, y los productos químicos. Este desplazamiento permitió un aumento de la cuota global de nuestras exportaciones tanto en el mercado de la OPEP como en el del COMECON —para Latinoamérica no han podido calcularse las cuotas—. Nuestras importaciones de estos países se concentraron en productos del sector primario, aunque cabe notar el peso creciente de las manufacturas de consumo procedentes del COMECON.

Por último, el comercio con el área denominada *Resto del Mundo* vino caracterizado, al igual que en los casos que acabamos de analizar, por un despla-

15. Índices de ventaja comparativa frente a los Estados Unidos



zamiento de nuestras ventas hacia las semimanufacturas y una mayor participación de las importaciones españolas procedentes de esa área en los sectores de bienes de consumo corriente y duradero y en equipo de oficina. Dado que el grupo de Nuevos Países Industrializados (NICIS) está incluido en esta zona, ese aumento en la participación de las importaciones de bienes manufacturados es, sin duda, reflejo del desplazamiento que se ha producido a nivel mundial en la producción de esos bienes hacia las zonas de nueva industrialización.

En resumen, nuestro comercio con las distintas áreas geográficas en los últimos quince años presenta resultados globalmente positivos y, en especial, con la CEE, área en la que nuestros productos han mostrado un gran poder de penetración (1). Sin embargo, el hecho de que la mejora de nuestro saldo

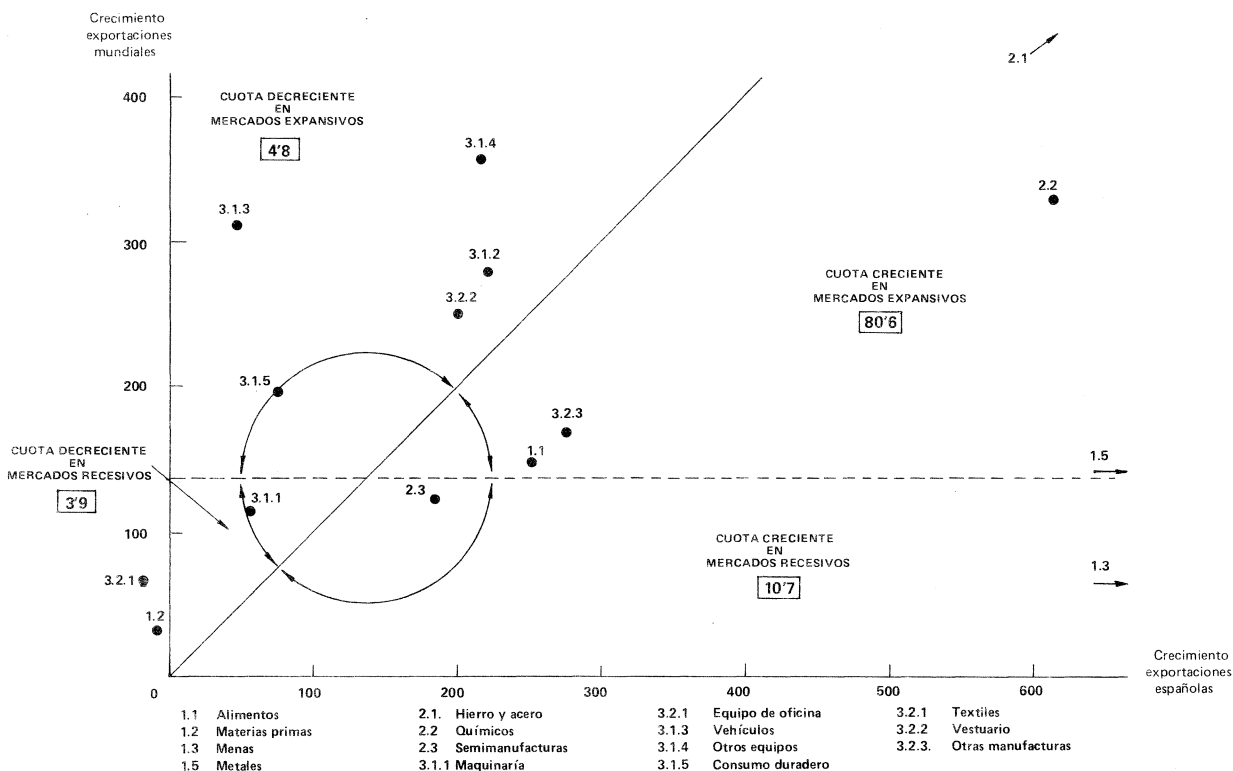
comercial con las áreas menos desarrolladas se haya producido, fundamentalmente, gracias a nuestra especialización en productos semimanufacturados, así como nuestro retroceso en los mercados estadounidenses y en los mercados de bienes manufacturados de Japón, países ambos que se han mostrado especialmente dinámicos en sus compras al exterior, reflejan ciertos rasgos de la estructura de especialización de nuestro aparato productivo, ya señalados en la sección anterior, que nos alejan de los productos y mercados más dinámicos. Sin duda, ello no ha impedido una fuerte expansión de nuestras ventas al exterior y puede no ser sino la evidencia de que España ha sabido especializarse en aquellos sectores para los que posee una ventaja comparativa, pero que esos sectores no se encuentran en la vanguardia tecnológica de la economía mundial.

4. COMERCIO ENERGÉTICO

La evolución de comercio español energético en los últimos quince años, igual que el de la OCDE,

(1) El análisis realizado aquí cubre el período previo a nuestra integración en la CEE. Una vez realizada ésta, las estructuras de nuestro comercio con este grupo de países se han modificado en gran medida y deberán ser objeto de un análisis posterior.

16. Dinamismo relativo y cuota de mercado de las exportaciones españolas no energéticas al Japón (1973-1985) (*)



(*) Los números en los recuadros son los porcentajes que representaron las exportaciones de los sectores incluidos en cada una de las cuatro zonas del gráfico en el total de las exportaciones españolas no energéticas en 1985.

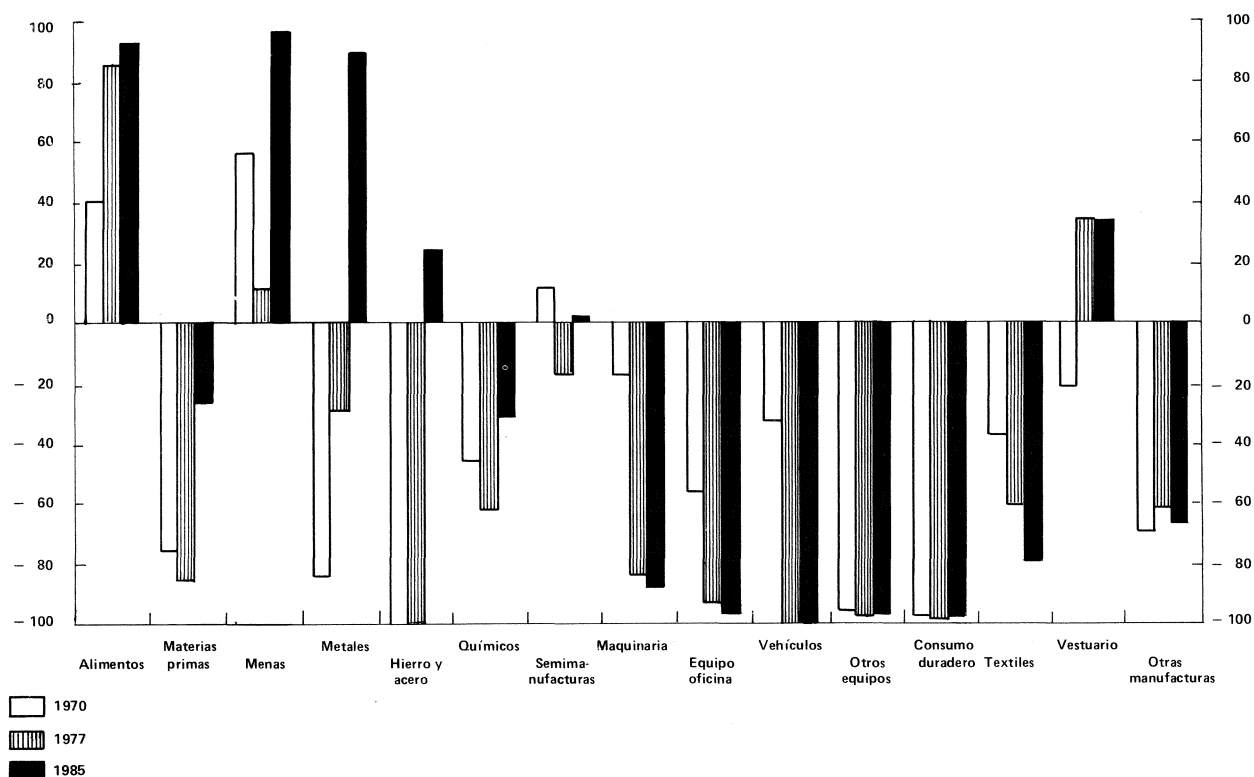
vino determinada por las bruscas alteraciones en el precio relativo de la energía registradas en ese período y, en particular, por las alzas en los precios del petróleo de 1973-1974 y de 1979-1980. Esos movimientos de precios, y los correspondientes ajustes realizados por los países consumidores para reducir su dependencia energética, se tradujeron en variaciones del peso del comercio energético en el comercio total.

Entre 1966 y 1985, las importaciones españolas de energía pasaron de representar el 9'6 % de las importaciones totales a representar el 35'7 % (véase cuadro 10). En ese mismo período, las importaciones de energía del conjunto de países de la OCDE pasaron del 10'3 % al 20'0 % de las importaciones totales. Sin embargo, no resulta adecuado comparar las cifras de importaciones energéticas brutas, puesto que el notable desarrollo de la exportación de productos energéticos, en especial de derivados del petróleo, que ha tenido lugar en España desde 1980 repercute, lógicamente, en unas mayores compras

de crudo al exterior, sesgando los resultados de la comparación. Esta debe hacerse en términos de importaciones netas de exportaciones, lo que permite obviar el problema anterior y centrar el análisis en la intensidad de la dependencia que España y la OCDE tienen respecto de la energía importada por motivo de su consumo interno exclusivamente.

Como se aprecia en el cuadro 10, las importaciones netas de energía, en porcentaje de las importaciones no energéticas, se elevaron en España del 9'6 % al 43'7 % entre 1966 y 1985, mientras que en la OCDE lo hicieron del 8'0 % al 16'1 %. Por tanto, la dependencia española de la energía importada se intensificó, en ese período, más que la del conjunto de países de la OCDE, lo que, probablemente, refleja un menor ajuste de la estructura productiva española a las elevaciones en el precio relativo de la energía. A pesar de la magnitud de nuestra dependencia energética, ejemplificada por ese 43'7 % de importación energética neta, en términos de la importación no

17. Índices de ventaja comparativa frente al Japón



energética, cabe señalar que entre 1980 y 1985 —y, más concretamente, desde 1982, aunque no se puede apreciar con los datos utilizados aquí— dicho porcentaje se ha reducido sustancialmente desde los niveles, en torno al 60 %, alcanzados en los primeros años ochenta. Sin embargo, también en la OCDE se ha registrado esa reducción en el peso de la importación energética neta en los últimos años, por lo que, comparativamente, nuestra posición no ha mejorado y el índice de dependencia relativa respecto a ese conjunto de países alcanzó en 1985 un nivel de 271 % (véase el cuadro 10). Estas cifras no hacen sino subrayar el importante esfuerzo de ajuste y de reducción de la dependencia energética del exterior que aún debe realizar la economía española (1).

Como se señaló en el párrafo anterior, las exportaciones de derivados del petróleo han registrado un auge importante desde 1980, siendo uno de los sec-

tores exportadores más dinámicos de ese período. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la mayor parte de esas exportaciones son, en realidad, tráfico de perfeccionamiento de crudo adquirido en régimen de maquila por las refinerías españolas, y que, una vez refinado, es devuelto al propietario extranjero, sin que durante este proceso el petróleo haya llegado a pertenecer a la refinería española. No obstante, los criterios de contabilización de Aduanas incluyen como importación el crudo que entra en régimen de maquila y como exportación los productos derivados de ese petróleo que salen de las refinerías españolas.

La mayor parte de la exportación española de productos energéticos —esencialmente derivados de petróleo, como ya se ha señalado— se dirige a los países de la OCDE, un 73,4 % en 1985, donde se alcanzó una cuota de exportación del 0,7 % en dicho año y un superávit en el comercio de este tipo de productos (véase el cuadro 11). Otra zona que recibe una proporción más o menos significativa de nuestras ventas al exterior es la OPEP, a la que vendemos

(1) No obstante, la comparación de España con la OCDE en lo que al comercio energético se refiere siempre será relativamente injusta para nuestro país, puesto que en la OCDE se incluyen importantes países productores de petróleo, como en el Reino Unido y Noruega.

10. Evolución del comercio energético de España y la OCDE (1966-1985)

%

	ESPAÑA				OCDE			
	1966	1973	1980	1985	1966	1973	1980	1985
Exportaciones como % de la exportación total								
– Total energía (a)	2,7	4,1	4,0	9,4	3,2	3,5	6,9	7,8
– Petróleo y derivados (b)	2,7	4,1	4,0	9,3	2,1	2,4	4,8	5,6
Importaciones como % de la importación total								
– Total energía	9,6	13,0	38,5	35,7	10,3	11,9	26,6	20,0
– Petróleo y derivados	8,6	11,6	35,5	32,5	8,9	10,6	23,5	16,5
Importaciones netas como % de la importación no energética								
– Total energía	9,6	12,4	58,6	43,7	8,0	9,6	27,7	16,1
– Petróleo y derivados	8,5	10,8	53,8	38,9	7,6	9,3	26,1	14,3
Índice de dependencia relativa (c)								
– Total energía	120,0	129,2	211,6	271,4	–	–	–	–
– Petróleo y derivados	111,8	116,1	206,1	272,0	–	–	–	–

(a) Capítulos 32, 33 y 34 de la clasificación CUCI.

(b) Capítulo 33 de la clasificación CUCI.

(c) En este caso, la definición del índice de dependencia relativa no es la utilizada en el resto del trabajo, sino el *ratio* entre los porcentajes que representan las importaciones energéticas netas en la importación no energética de España y la OCDE.

un 5 % de sus importaciones totales de otros productos, aunque, lógicamente, nuestro comercio con esta área es fuertemente deficitario, como lo es con el COMECON, Latinoamérica y el Resto del Mundo.

Por último, por lo que a la estructura de nuestras importaciones energéticas se refiere, cabe mencionar la pérdida de importancia de la OPEP como proveedor del mercado español (las importaciones de esta área representaron un 72,3 % del total de las importaciones españolas de energía en 1970, y un 54,4 % en 1985), en favor, principalmente, de los países productores de Latinoamérica (véase el cuadro 11).

5. CONCLUSIONES

Este trabajo ha analizado el comercio exterior español en el período 1966-1985, centrándose principalmente en la evolución de la estructura de especialización por productos y por áreas geográficas de nuestras exportaciones e importaciones de bienes. El análisis se ha llevado a cabo, en su mayor parte, utilizando datos de exportaciones e importaciones en términos nominales y tomando como punto de referencia y comparación la estructura de comercio de la OCDE. A partir de los resultados obtenidos, es posible sacar las siguientes conclusiones:

11. Evolución del comercio energético por áreas geográficas

	Países industriales		CEE		EEUU		Japón		OPEP		COMECON		LATINO-AMERICA		Resto del Mundo	
	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985	1970	1985
Distribución porcentual de las exportaciones energéticas	80,3	73,4	49,7	56,5	14,1	14,8	0,0	0,1	0,7	6,3	4,3	1,2	2,0	0,6	12,8	18,5
Distribución porcentual de las importaciones energéticas	18,2	11,6	5,8	6,1	12,0	3,9	0,0	0,0	72,3	54,4	1,1	4,8	0,3	16,0	8,2	13,2
Tasa de cobertura del comercio energético	92,2	135,3	178,2	197,8	24,5	80,4	0,0	30,1	0,2	2,5	84,5	5,2	147,7	0,7	32,7	29,8

En primer lugar, la balanza comercial española ha presentado una fuerte tendencia *deficitaria* a lo largo del período, que se ha agudizado en los años posteriores a los *shocks* del petróleo. No obstante, cuando se elimina el componente energético, se aprecia cómo nuestra economía ha cerrado progresivamente el déficit no energético, en términos reales, pasando de un déficit del 5,5 % (en proporción del PIB) en el período 1964-1969 a un superávit del 1,4 % en el período 1980-1985.

En segundo lugar, la mejora del comercio exterior (no energético) español se debe a la *expansión* de nuestras exportaciones combinada con la *estabilidad* de las importaciones (ambas en proporción del PIB). Este comportamiento es coherente con las estimaciones disponibles para las funciones de exportaciones e importaciones, y con la evolución de los determinantes básicos de la balanza comercial: renta nacional, importaciones mundiales y competitividad internacional.

En tercer lugar, el auge exportador al que hemos aludido se ha basado en la especialización de nuestra economía en la producción de bienes más elaborados como *manufacturas* y *semimanufacturas*. De este modo, se ha desarrollado una ventaja comparativa creciente en los sectores de hierro y acero, otras semimanufacturas, vehículos de carretera y algunas manufacturas de consumo, que ha venido a unirse a nuestra tradicional ventaja en ciertos sectores de alimentos.

En cuarto lugar, el patrón de especialización de las exportaciones españolas, en relación con los países de la OCDE, se ha caracterizado por una concentración de nuestras ventas al exterior *en productos* con un potencial de demanda y un nivel tecnológico relativamente bajos, y sometidos a una competencia cada vez mayor a causa del peso creciente de los países en desarrollo de nueva industrialización. Cabe mencionar, no obstante, el auge de nuestras exportaciones de informática y material de oficina entre 1980 y 1985, y el crecimiento de las ventas de productos químicos desde 1973, como síntomas prometedores para el futuro.

En quinto lugar, el *destino geográfico* de nuestras exportaciones, en particular durante los últimos años, hizo que, aunque hubo una fuerte expansión exportadora hacia la CEE, también orientáramos nuestras ventas hacia áreas con una demanda

menos dinámica, a las que suministramos productos semimanufacturados principalmente. Lo anterior es reflejo, a su vez, de la estructura de especialización del aparato productivo español, que nos aleja de los productos y mercados más dinámicos, si bien no ha impedido que aumentemos fuertemente nuestras ventas al exterior.

En sexto lugar, por lo que se refiere al comercio *energético*, las importaciones netas indican que la dependencia española de la energía importada se intensificó, a lo largo del período analizado, más que la del conjunto de países de la OCDE, lo que, probablemente, refleja un menor ajuste de la estructura productiva española a las elevaciones del precio relativo de la energía. En los últimos años, se detecta, no obstante, una reducción en el grado de dependencia energética de nuestro país.

Por último, la estructura de las *importaciones* ha evolucionado de forma que, a la tradicional dependencia en materias primas, en comparación con el conjunto de países de la OCDE, derivada de nuestra pobre dotación de recursos naturales, se ha unido una dependencia en los sectores tecnológicamente más avanzados, mientras que la penetración de manufacturas de consumo y de ciertas semimanufacturas procedentes del exterior ha resultado escasa. Asimismo, y probablemente como resultado de una política de sustitución de importaciones, se ha producido un notable descenso del nivel de dependencia en maquinaria, al que no debió de ser ajeno tampoco el desplome de la inversión en la economía española ocurrido entre 1975 y 1985.

Todas estas características de la evolución de nuestro comercio exterior son reflejo del patrón de crecimiento económico español durante el período analizado, en el que se desarrolló una política comercial proteccionista de apoyo a la sustitución de importaciones (1). De este modo, las principales líneas de evolución de la ventaja comparativa de la economía española en los últimos veinte años parecen situarla inicialmente en sectores supuestamente intensivos en trabajo no cualificado, además de aquellos especialmente dependientes de los recursos naturales relativamente abundantes en nuestro país. A medida que se hizo más difícil mantener la expansión del comercio español sobre la base de esos sectores ante la competencia de los nuevos países industrializados, el desarrollo exportador se fue despla-

(1) Véase De la Dehesa, et al. (1986).

zando hacia sectores más intensivos en capital —hierro y acero, otros metales, etc.— en los que se concretó el proceso inversor de la economía hasta 1975. A partir de ese momento, la atonía inversora impidió la formación de un *stock* de capital importante en los sectores de alta tecnología en los que se iban especializando otros países industrializados. No obstante, es plausible suponer que nuestra economía logró alguna ventaja en aquellos productos que empleaban un cierto trabajo de cualificación media, aunque éste hubiese de ser asistido por capital y técnicas venidas del exterior, explicándose así la atracción ejercida por este país sobre los flujos de capital extranjero en los últimos años, como ha sucedido en el sector de automóviles y en el químico. Por último, cabe señalar que la pobre dotación de recursos naturales de esta economía la ha hecho fuertemente dependiente de las importaciones de energía y otras materias primas para poder desarrollar su ventaja comparativa, basada en la relativa abundancia de trabajo o capital. Por ello, a lo largo del período analizado, se detectan déficit importantes en estos productos, difícilmente reversibles en el futuro.

En suma, la notable mejora de la balanza comercial española en el período 1966-1985 ha venido enmarcada en un contexto económico desfavorable a partir de 1974, y se ha caracterizado por cambios estructurales que no pueden considerarse enteramente satisfactorios, dado que se han producido en el contexto de una política comercial altamente proteccionista. Si bien la evidencia apunta a que España ha sabido especializarse en aquellos sectores en los que posee una ventaja comparativa, también es cierto que esos sectores no se encuentran en la vanguardia tecnológica de la economía mundial.

Llegados a este punto, surge la duda de cómo va a reorientar la economía española su ventaja en el futuro, una vez que se haya alcanzado la apertura comercial plena respecto de los otros países de la CEE. Sin duda, ahí está la clave del futuro de nuestro sector exterior, lo que merece ser investigado a fondo.

REFERENCIAS

- BONILLA, J.M. (1978), "Funciones de importación y exportación en la economía española", *Estudios Económicos*, núm. 14, Banco de España.
- BRANSON, W.H. (1980), "Trends in United States international trade and investment since World War II", en el libro *The American Economy in Transition* de Martin Feldstein, National Bureau of Economic Research — University of Chicago Press.
- CEE (1985), "La competitivité de l'industrie européenne: un bilan", *Economie Européenne*, núm. 25.
- DE LA DEHESA, G., J.J. RUIZ y A. TORRES (1986), *The timing and sequencing of liberalization policies: the case of Spain*, Secretaría de Estado de Comercio, mayo.
- DIRECCIÓN GENERAL DE ADUANAS (1966, 1973, 1980, 1984), *Informe sobre el comercio exterior*.
- DIRECCIÓN GENERAL DE TRANSACCIONES EXTERIORES, CENSO DE INVERSIONES EXTRANJERAS. *Cuadros sectoriales y relación de sociedades*. 1979.
- L'HOTELLERIE, P. Y J.L. MALO DE MOLINA (1986), *Tendencias a largo plazo en la evolución del comercio exterior de España*, mimeo.
- LEAMER, E.E. (1984), *Sources of International Comparative Advantage*, The MIT Press.
- MAULEÓN, I. (1985a), "Una función de exportaciones para la economía española", Documento de Trabajo núm. 8507, Banco de España.
- MAULEÓN, I. (1985b), "Análisis econométrico de las importaciones españolas", Documento EC/1985/33, Servicio de Estudios, Banco de España, junio.
- OCDE (1984), *Spécialisation et compétitivité des industries manufacturières en haute, moyenne et faible intensité en R et D*.
- OCDE (1985), *OECD Economic Surveys: Denmark*.
- OCDE (1966, 1986), *Commerce Extérieur par Produits, Serie C*.
- SECRETARÍA GENERAL DE COMERCIO (1984), *Banco de Datos sobre la política comercial española en términos de Contabilidad Nacional. Período 1964-1984*, mimeo.
- SECRETARÍA GENERAL DE COMERCIO (1985), *Datos anuales de comercio exterior. Matriz cruzada productos — países. Período 1970-1984*, mimeo.

SVENSSON, L. Y A. RAZIN (1983), "The terms of trade and the current account: the Harberger-Laursen Metzler effect", *Journal of Political Economy*, vol. 91, febrero.

VIÑALS, J. (1983), "El desequilibrio del sector exterior en España: una perspectiva macroeconómica", *Información Comercial Española*, núm. 604, diciembre.

20-X-1987.

APENDICE

A) Ahorro, inversión y balanza corriente en el período 1964-1985

En % del PIB nominal

	Sector privado			Sector público			Total		
	S_p	I_p	$(S_p - I_p)$	S_g	I_g	$(S_g - I_g)$	S	I	(S-I)
1964	20,5	20,7	-0,2	3,0	2,6	0,4	23,5	23,4	0,2
1965	20,0	22,1	-2,1	2,6	2,6	0,0	22,6	24,7	-2,1
1966	19,8	22,1	-2,3	3,0	2,8	0,2	22,8	24,9	-2,1
1967	18,7	20,9	-2,2	3,5	2,8	0,7	22,1	23,6	-1,5
1968	20,0	21,2	-1,1	2,7	2,4	0,3	22,8	23,6	-0,8
1969	21,5	23,2	-1,7	3,1	2,5	0,6	24,6	25,7	-1,1
1970	21,4	21,8	-0,4	3,3	2,6	0,7	24,7	24,4	0,3
1971	22,2	19,5	2,7	2,4	3,0	-0,6	24,6	22,5	2,1
1972	22,0	21,0	1,0	2,9	2,7	0,2	24,9	23,7	1,2
1973	21,8	22,3	-0,5	3,6	2,5	1,1	25,4	24,8	0,6
1974	22,0	25,7	-3,7	2,6	2,5	0,1	24,6	28,2	-3,6
1975	20,8	23,9	-3,1	2,7	2,6	0,1	23,5	26,5	-3,0
1976	19,4	22,6	-3,2	2,0	2,3	-0,3	21,4	24,9	-3,5
1977	18,8	20,1	-1,3	2,0	2,6	-0,6	20,8	22,7	-1,9
1978	20,9	18,2	2,7	0,3	2,1	-1,8	21,2	20,3	0,9
1979	20,3	18,3	2,0	0,1	1,7	-1,6	20,4	20,0	0,4
1980	21,7	21,5	0,2	-0,8	1,8	-2,6	20,9	23,3	-2,4
1981	20,5	19,3	1,2	-1,8	2,1	-3,9	18,7	21,4	-2,7
1982	21,4	18,3	3,1	-2,7	2,9	-5,6	18,7	21,2	-2,5
1983	20,6	17,4	3,3	-2,1	2,7	-4,8	18,6	20,1	-1,5
1984	23,0	16,2	6,8	-2,6	2,9	-5,5	20,4	19,1	1,3
1985	24,4	16,0	8,5	-3,3	3,4	-6,7	21,1	19,4	1,7

Fuente: Contabilidad Nacional de España base 70 (1964-1979).
 Contabilidad Nacional de España base 80 (1980-1985).
 Banco de España, Informe Anual 1986, Apéndice Estadístico.

Notas:

- Definición de variables

S_p : ahorro privado bruto

S_g : ahorro público bruto

S^T : $S_p + S_g$

I_p : inversión privada bruta

I_g : inversión pública bruta

I : $I_p + I_g$

$S_p - I_p$: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación del sector privado

$S_g - I_g$: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación del sector público

$S - I$: capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación

- Las cifras de las tres últimas columnas no coinciden, en algunos casos, exactamente con las derivadas de agregar las cifras correspondientes del sector público y del privado, debido a problemas de redondeo.

B) La balanza comercial: importaciones y exportaciones en el período 1964-1985

En % del PIB real

	Comercio total			Comercio no energético			Comercio energético		
	X	M	Saldo	X	M	Saldo	X	M	Saldo
1964	3,8	11,4	-7,5	3,3	7,4	-4,1	0,6	4,0	-3,4
1965	3,4	13,4	-9,9	3,0	9,4	-6,4	0,4	4,0	-3,5
1966	4,1	14,5	-10,4	3,5	10,1	-6,6	0,6	4,4	-3,8
1967	4,3	14,4	-10,1	3,5	9,3	-5,7	0,8	5,2	-4,4
1968	4,9	15,0	-10,0	3,7	8,6	-4,9	1,2	6,4	-5,2
1969	5,4	15,3	-9,9	4,3	9,6	-5,3	1,2	5,7	-4,6
1970	6,1	15,6	-9,5	5,0	9,4	-4,4	1,1	6,2	-5,1
1971	6,5	16,2	-9,8	5,7	8,6	-2,9	0,8	7,7	-6,9
1972	6,8	17,8	-11,0	6,0	9,9	-3,9	0,8	7,9	-7,1
1973	6,6	18,7	-12,2	5,9	10,4	-4,5	0,7	8,3	-7,6
1974	6,6	17,8	-11,2	6,0	10,7	-4,8	0,6	7,0	-6,4
1975	6,3	16,2	-9,9	6,0	9,7	-3,8	0,3	6,5	-6,2
1976	7,5	16,4	-8,9	7,1	9,7	-2,6	0,4	6,7	-6,3
1977	7,9	14,7	-6,7	7,5	8,7	-1,2	0,4	5,9	-5,5
1978	8,6	13,8	-5,2	8,3	8,2	0,1	0,3	5,7	-5,3
1979	9,6	15,5	-5,9	9,3	9,1	0,2	0,3	6,4	-6,1
1980	9,8	16,1	-6,3	9,4	9,9	-0,5	0,4	6,2	-5,8
1981	10,6	15,0	-4,5	10,1	9,2	1,0	0,4	5,9	-5,4
1982	11,2	15,4	-4,2	10,4	9,9	0,6	0,8	5,6	-4,8
1983	11,8	15,1	-3,3	10,9	9,4	1,5	0,9	5,7	-4,8
1984	13,4	14,7	-1,3	12,3	9,2	3,0	1,1	5,5	-4,4
1985	13,6	15,3	-1,7	12,4	9,8	2,6	1,3	5,5	-4,3

Fuente: Dirección General de Aduanas, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

C) Determinantes de las exportaciones españolas en términos reales por áreas geográficas (a)

Variable dependiente: exportaciones reales	Constante	Tipo cambio efectivo real	PIB real	Exportaciones reales retrasadas	Tendencia	SCR	R ² adj.	N.º observ.
Estados Unidos	-9,4 (-2,5)	-1,3 (-7,6)	4,5 (4,5)	0,3 (2,1)	-0,1 (-3,8)	0,03	0,95	12
Japón	2,1 (1,7)	-0,3 (-1,6)	1,7 (11,9)	- -	- -	0,04	0,96	13
CEE	-9,6 (-7,8)	-0,7 (-2,0)	4,6 (17,6)	- -	- -	0,03	0,97	13
OCDE	-2,9 (-2,7)	-0,6 (-3,1)	3,1 (20,7)	- -	- -	0,02	0,97	13

(a) Las regresiones se han realizado por mínimos cuadrados ordinarios. Las cifras entre paréntesis corresponden a los estadísticos *t*.

La demanda de ALP: una estimación provisional

Este artículo, elaborado por Ignacio Mauleón, del Servicio de Estudios, presenta los resultados alcanzados en estimaciones econométricas recientes de la demanda de los Activos Liquidos en manos del Público en España. Las dificultades para estimar funciones de demanda de dinero son especialmente importantes cuando existen alteraciones frecuentes en el marco regulatorio del sistema financiero y cambios importantes en la conducta de las instituciones y del público. Estas circunstancias han agravado, en España como en otros países, los problemas inherentes a la estimación de relaciones empíricas que permitan aproximar y cuantificar ciertas pautas de comportamiento estable de los agentes, en las que basar la actuación de la política monetaria. A pesar de que todo ello incrementa considerablemente la incertidumbre sobre la validez y el significado de las funciones y parámetros estimados, es necesario un seguimiento constante de estas relaciones a través de una investigación empírica permanente. Las estimaciones que aquí se presentan son el fruto de un proceso de investigación en curso, y tienen, por lo tanto, un carácter provisional. Los resultados alcanzados son susceptibles de diversas interpretaciones analíticas, y, aunque en este artículo se sostienen principalmente las hipótesis sustentadas por el autor, su presentación se hace de forma abierta a posibles formulaciones alternativas.

1. INTRODUCCION

En los últimos años, la estimación de ecuaciones de demanda de dinero se ha ido complicando considerablemente, y, en consecuencia, las conclusiones de los estudios han perdido nitidez. Los resultados presentados en este trabajo testimonian estas dificultades, y deben entenderse como la fase inicial de una investigación más amplia: son, por tanto, preliminares y susceptibles de diversas interpretaciones.

Una condición esencial para que la demanda de dinero pueda desempeñar el papel que se le atribuye en el diseño de la política económica es la de que sea estable, y por estabilidad, tradicionalmente, se ha entendido en economía que cumpla tres condiciones (Judd and Scadding (1982)): a) que la relación dependa de pocas variables, pues, de lo contrario, se hace efectivamente impredecible; b) que los parámetros (elasticidades) sean constantes a lo largo del tiempo, y c) que la relación entre la cantidad de dinero y sus variables determinantes sea muy estrecha (es decir, que el error de la predicción sea pequeño).

Esta puntualización es importante, ya que la cuestión de la estabilidad de esta relación ha pasado a ser la cuestión crucial respecto a esta relación econó-

mica, debido a que la inestabilidad de la misma es un hecho generalizado mundialmente (ver, por ejemplo, Goldfeld (1976), Judd and Scadding (1982)). La inestabilidad se atribuye normalmente a los intensos procesos de innovación financiera, que en este caso han tenido tres consecuencias importantes: a) dificultad para definir qué es dinero. La aparición de cuentas disponibles a la vista remuneradas y de instrumentos a corto plazo, muy líquidos y de alta remuneración, tiende a diluir las fronteras del agregado; b) disminución de la sensibilidad del dinero al tipo de interés. Como ahora el agregado incorpora activos remunerados, el coste de oportunidad de mantener saldos líquidos desciende considerablemente; c) transmisión más rápida de los efectos de la política monetaria al sector real. Esto es debido a que los diversos componentes del gasto en bienes y servicios han pasado a depender más que antes del tipo de interés. El acortamiento de los plazos de vencimiento, la generalización de las operaciones a tipos variables, y la desintermediación, con la subsiguiente disminución del racionamiento del crédito bancario como vehículo transmisor de los impulsos de la política monetaria, son tres de los principales motivos por los que el gasto se ha tornado más sensible a los tipos de interés.

En definitiva, en términos del modelo convencional IS-LM, estas modificaciones implican un giro en sentido contrario a las agujas de un reloj: es decir, una IS más plana y una LM más vertical. En consecuencia, las fluctuaciones no esperadas de la cantidad de dinero pueden afectar más intensamente a la producción, y, por esto, puede ser conveniente prestar mayor atención al tipo de interés como objetivo intermedio (Poole 1970a). Consideraciones de este tipo son las que, desde hace dos o tres años, se han tenido en cuenta en numerosos países del área de la OCDE para prestar efectivamente una atención mayor a los tipos de interés, como objetivo intermedio (naturalmente, este giro se ha visto facilitado por la reducción casi a cero de la inflación en muchos casos).

Por el contrario, tradicionalmente se ha considerado que la demanda de dinero es estable en España (Boyer (1971), Rojo y Pérez (1977), Dolado (1982, 1985)), aunque en los últimos años han surgido dudas acerca de esta propiedad (por ejemplo, Arístegui y Rojo (1984)). Una posible explicación a esta disparidad con el resto de países desarrollados podría ser el tardío impacto de la innovación financiera, ya que, aunque ésta se ha extendido considerablemente dentro de los instrumentos bancarios (Toribio 1984, Gutiérrez 1987), ha quedado circunscrita hasta fechas muy recientes a operaciones dentro del agregado objeto de control por parte de las autoridades.

Así, el caso español resultaría algo peculiar si realmente la demanda de dinero fuera muy estable, en el sentido de las tres condiciones mencionadas al principio. En la práctica, una observación somera de la realidad hace surgir dudas razonables acerca de la mencionada estabilidad.

La opinión que al respecto se sostiene en este trabajo es que la inestabilidad de la demanda de dinero no es tan marcada como en el caso de otros países, pero es detectable. Esta afirmación se apoya en resultados econométricos, y es coherente con el grado relativo de innovación financiera, comparado con otras economías. La inestabilidad se manifiesta más a corto que a largo plazo, y afecta más a unos agregados que a otros. Los contrastes estadísticos formales detectan también, en ocasiones, inestabilidades, y en general, se requiere un gran número de variables y retardos para obtener relaciones económicamente significativas. Los errores de predicción suelen ser apreciables, y sólo en ciertos casos son compatibles con las bandas de desviación permitidas por la autoridad monetaria para el crecimiento de los agregados.

De todas formas, no sería correcto exagerar la importancia de las inestabilidades detectadas. Al menos para los ALP, y en equilibrio a largo plazo, las elasticidades de las distintas variables determinantes de la demanda de dinero se pueden establecer con gran precisión. Esto quiere decir que, en la programación monetaria anual, sigue siendo justificable utilizar la demanda de dinero como base para determinar el objetivo monetario intermedio. En períodos más cortos, sin embargo, puede ser conveniente prestar mayor atención a los tipos de interés. Además, las elasticidades estimadas son coherentes, a grandes rasgos, con las que la autoridad monetaria utiliza para la fijación de los objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero.

Antes de presentar los resultados de este trabajo, se ha considerado necesario discutir varias cuestiones relativas a los fundamentos teóricos de la demanda de dinero. La razón es que las especificaciones convencionales encuentran dificultades para explicar la realidad en el período (1974-1986). Ha sido necesario, por tanto, intentar especificaciones alternativas capaces de generar resultados con sentido económico, así como buscar explicaciones a hechos aparentemente cuestionables. La sección siguiente revisa brevemente estas cuestiones con especial atención al estudio de otros posibles determinantes de la demanda de dinero, además de renta, precios y tipos de interés (especialmente, los salarios y la riqueza).

Una preocupación fundamental que ha guiado el trabajo ha sido la de obtener resultados compatibles con las explicaciones del tipo de interés. Dado que, si despejamos esta última variable en la demanda de dinero, obtenemos una ecuación explicativa para el tipo de interés, las variables que aparecen en ambas especificaciones deben ser básicamente las mismas. De hecho, la existencia de resultados empíricos independientes para los tipos de interés ha sido una guía indispensable para poder estimar la demanda de dinero, ya que variables explicativas importantes en la determinación de aquellos han resultado ser imprescindibles en la explicación de esta.

Los resultados empíricos fundamentales se presentan en la sección tercera, omitiéndose los detalles técnicos, que se relegan a un apéndice. En la sección de conclusiones, se hace una evaluación de los resultados obtenidos en este trabajo para futuras estimaciones de la demanda de dinero. Finalmente, es preciso insistir en que, dada la dificultad de los problemas teóricos y empíricos encontrados durante esta investigación, los resultados aquí presentados deben entenderse como avance de un proyecto en curso de realización, y no son, por tanto, definitivos:

2. PROBLEMAS DE LA DEMANDA DE DINERO

La dificultad de obtener resultados razonables cuando se intentó estimar una ecuación convencional de demanda de dinero condujo a repasar los fundamentos de la demanda de dinero, y, en particular, determinados aspectos importantes para el caso español. Esta sección discute los aspectos más relevantes de las ecuaciones de demanda de dinero presentados en este estudio.

2.1. Variables de coste de oportunidad

Las dos variables básicas que miden el coste de oportunidad de los agregados monetarios son la tasa esperada de inflación y el tipo de interés. Respecto a la tasa esperada de inflación, su efecto puede ser positivo (Duesenberry (1973), Andersen (1985)), y la forma correcta de contrastarlo es mediante la introducción de expectativas futuras en la demanda de dinero. Esto puede hacerse por medio del contraste derivado en Mauleón (1986), que desarrolla una técnica de McCallum (1976). En las estimaciones llevadas a cabo en este trabajo, esta variable no ha resultado significativa.

La influencia negativa del tipo de interés en la demanda de un agregado amplio de dinero es difícil de

detectar, ya que algunos componentes de dicho agregado generan un interés positivo. Considerando un agregado más restringido, en cuya demanda dominen los motivos de transacción, la influencia negativa del tipo de interés debería ser más claramente identificable, y esto es lo que ocurre en la práctica. De todas formas, es difícil justificar la desaparición del tipo de interés en la demanda de dinero, aunque empíricamente sea difícil determinar su influencia sobre la demanda de los ALP. Una forma alternativa de comprobar esta hipótesis es normalizar la demanda de dinero en el tipo de interés, y estimar una ecuación explicativa para esta variable (Poole 1970b, Mauleón 1987).

2.2. Variables de escala

Las variables de escala más corrientemente utilizadas en la demanda de dinero son la renta y la riqueza. En los últimos años, la tendencia dominante en los estudios empíricos ha sido la de suponer que la riqueza es aproximable por una media móvil de la renta. El supuesto es que, de este modo, se aproxima la renta permanente, generada por la riqueza. Una hipótesis básica para la validez de este argumento es que las rentas futuras son predecibles en función de las rentas pasadas. Este supuesto puede ser válido en condiciones de estabilidad muy marcadas y si no existen déficit fiscales importantes, condiciones que no se cumplen en los últimos años. Por otra parte, a partir del análisis de distribución óptima de la riqueza, y por la ley de Walras, podemos obtener la ecuación explicativa de los tipos de interés, en la que una de las variables determinantes será precisamente la riqueza. Si los bonos del Estado forman parte de esta última variable, los déficit fiscales financiados con deuda presionarán al alza los tipos de interés. Suprimir la riqueza como variable explicativa de la demanda de dinero implica, por tanto, que los déficit no afectan a los tipos de interés, resultado muy poco creíble ante la evidencia empírica disponible (Mauleón, Pérez (1985), Mauleón (1987)). La riqueza del sector privado es, por consiguiente, un determinante fundamental de la demanda de dinero y está definida por la suma de los tres componentes siguientes: a) activos financieros netos frente al sector público (véase, por ejemplo, Rojo (1978) y Johnson (1986)). En este trabajo, estos activos están medidos por el crédito interno al sector público; b) activos financieros netos frente al sector exterior, y c) activos reales. Estos últimos son difíciles de medir, razón por la cual no se han incluido en la estimación (esta puede ser una explicación de que la elasticidad precio estimada de la demanda nominal de dinero sea menor que la unidad).

Otra variable de escala cuyo efecto es importante en la demanda de dinero es el nivel del salario nominal que trataría de aproximar la demanda de medios de pago para transacciones. La manera más sencilla de justificar la introducción de esta variable es analizar la demanda desagregada por sectores (Goldfeld (1973)), notando que la demanda por parte de las empresas depende, en gran medida, de las necesidades de capital circulante muy ligadas al pago de salarios (en Inglaterra se ha encontrado también este efecto, Andersen 1985). Otras justificaciones pueden encontrarse en Laidler (1977) y McCallum (1987). Como en el caso de la riqueza, si despejamos el tipo de interés, deberíamos encontrar empíricamente que los salarios son uno de sus determinantes, cosa que efectivamente ocurre y que proporciona, de este modo, una comprobación independiente de que los salarios pueden ser un determinante de la demanda de dinero.

La arbitrariedad implícita en la utilización de una única variable de escala en la demanda de dinero —concretamente, la renta— ha sido reconocida frecuentemente (ver, por ej., Mankiw y Summers (1986)). Lo razonable es suponer que los diferentes componentes de la renta requieren proporciones diferentes de dinero para sus transacciones. Entonces, la renta, los salarios y el crédito al sector público pueden interpretarse como tres variables de escala que captan conjuntamente un efecto sólo imperfectamente explicado por la renta: el crédito al sector público podría ser una variable de escala representativa del gasto del Estado, y los salarios, la variable de escala correspondiente al consumo (aunque se superponen parcialmente a la renta). Alternativamente, puede pensarse que el crédito al sector público y los salarios son una *proxy* de un tipo de interés que debería afectar positivamente a la demanda de un agregado amplio. Esta interpretación puede admitirse, si partimos de una ecuación del tipo de interés, en la que el crédito al sector público y los salarios son variables explicativas del mismo. Como un agregado amplio incorpora componentes que generan rendimientos, la demanda de estos debe estar relacionada positivamente con el tipo de interés. Sin embargo, la dificultad de esta interpretación estriba en que es preciso derivar la ecuación de tipos de interés, independientemente de la demanda de dinero, ya que, de otro modo, el crédito al sector público y los salarios no serían determinantes del tipo de interés.

Para finalizar este apartado, conviene insistir en la importancia empírica de la inclusión de los salarios y la riqueza en la determinación de la demanda de dinero: si se eliminan, la elasticidad precio de la demanda nominal es 0.26, y la elasticidad renta ni siquiera es significativamente distinta de cero.

2.3. Problemas técnicos

Un problema técnico importante relacionado con la estimación de una ecuación de demanda de dinero es el de su identificabilidad, es decir, la posibilidad de distinguir la ecuación de demanda de la de oferta (Laidler 1977). Si la oferta de dinero engloba una función de reacción de las autoridades, puede pensarse que estas actuarán contracíclicamente, de modo que la oferta de dinero responderá a la renta, a los precios y al tipo de interés con signos opuestos a los de la demanda. Pero, estando oferta y demanda determinadas por variables similares, la estimación será una mezcla de ambas, sin ningún significado.

La única solución a este problema consiste en especificar con claridad el proceso de creación de dinero. Este proceso puede resumirse en las dos ecuaciones siguientes:

$$\begin{aligned} (A-M^*)_{t} &= -a(M-M^*)_{t-1} - b(\Delta P - \Delta P^*)_{t-1} - c(e_t + e_{t-1}) + u_t \\ \alpha(L)M_t &= \beta(L)A_t + \gamma(L)i_t + v_t \end{aligned} \quad (2.1)$$

La primera es una función de reacción que describe la oferta de activos de caja, en función de las desviaciones de la cantidad de dinero M , y de la tasa de inflación respecto de sus objetivos, y del tipo de cambio (ver, por ejemplo, Mauleón 1985b). La segunda ecuación está obtenida del multiplicador de oferta $M = m.A$, al substituir el multiplicador por sus determinantes (Mauleón, Pérez y Sanz (1986)). En definitiva, el análisis de (2.1) revela que la demanda de dinero es perfectamente distinguible de la oferta.

Otro problema técnico relevante es la especificación en términos reales o nominales de la ecuación. Aquí se ha optado por la especificación en términos nominales, en consonancia con una considerable evidencia empírica internacional en este sentido (Fair 1986) (1).

3. RESULTADOS EMPIRICOS

Una de las decisiones importantes cuando se selecciona un agregado monetario como objetivo es la de elegir entre M3 y ALP. A este respecto, el gráfico (1) recoge la evolución de sus respectivas tasas de crecimiento, en el mismo período. La evolución de ambas es similar hasta el año 83, en el que M3 crece mucho más despacio que ALP, mostrando así una tendencia a la inestabilidad que justificó la substitución de objetivos (M3 por ALP) al final de dicho año. Esta tendencia de M3 a crecer por debajo de ALP se manifestó otra vez acusadamente en el período 85.I-86.II, lo que confirmó de nuevo que el agregado más

estable y adecuado como objetivo para la política monetaria era ALP (el carácter dudosamente estable de la demanda de M3 también se ha comprobado más formalmente con estimaciones econométricas; ver, por ejemplo, Arístegui y Rojo (1984)).

En esta sección se van a presentar los resultados empíricos más importantes desde el punto de vista interpretativo, y los aspectos más técnicos se relegan a un apéndice en el que también se incluye la definición de las variables y una explicación de su elaboración. Es conveniente comenzar presentando los resultados para la demanda de ALP anual (aproximación basada en la respuesta de cuatro trimestres), que es la siguiente

$$\Delta \log ALP = 0.007 + 0.88 \Delta \log P + 0.9 \Delta \log Y +$$

(7.6) (9.6) (5.0)

$$0.21 \Delta \log (CP/P) + 0.01 \Delta \log pX - 0.37 \Delta \log EX$$

(7.2) (2.5) (5.4)

La importancia de esta ecuación reside en que parece la más relevante para la política monetaria. Dado que los objetivos de cantidad de dinero se programan año a año, las ecuaciones con elasticidad precio o renta unitarias a muy largo plazo son irrelevantes: en otras palabras, una elasticidad unitaria a largo plazo, con un ajuste extraordinariamente lento, no justifica una programación monetaria anual que

suponga elasticidades unitarias, ya que, en el plazo de un año, el ajuste es mucho menor. Además, en el campo financiero, los ajustes son rápidos, y una estimación que no cumpla este requisito es dudosa desde un punto de vista econométrico. Lo que realmente importa es el ajuste en los cuatro primeros trimestres, y, desde este punto de vista, la ecuación aquí presentada es superior a las estimadas anteriormente. Además, presenta unas elasticidades de precios y renta similares a las que se están utilizando en el diseño de la política monetaria (la constante y el resto de variables tienen poca influencia para la determinación de $\Delta \log ALP$, aunque son importantes para estimar los coeficientes de precios y renta adecuadamente. Ver también la nota 2). Los resultados para la ecuación de demanda de ALP en equilibrio a largo plazo son los siguientes:

$$\Delta \log ALP = 0.0057 + 0.71 \Delta \log P + 0.73 \Delta \log Y$$

(11.2) (29.5) (6.1)

$$+ 0.18 \Delta \log (CP/P) - 0.36 \Delta \log EX +$$

(9.5) (5.9)

$$+ 0.009 \Delta \log PX$$

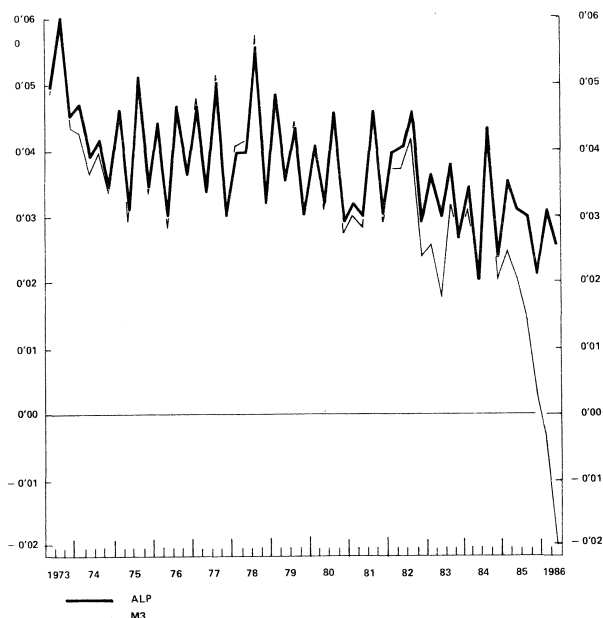
(2.3) (3.1)

Las estimaciones se han llevado a cabo con las observaciones trimestrales comprendidas en el período (74.II-85.IV) (47 observaciones; los valores entre paréntesis debajo de cada coeficiente son los estadísticos 't').

Los aspectos más relevantes son: elasticidades entre 0.5 y 1.0 para renta y precios, importancia de una medida de riqueza y de salarios, dificultad para determinar la significatividad del tipo de interés, y presencia de factores tendenciales, aunque de poca importancia (representados por la constante, puesto que la ecuación está en tasas de crecimiento). Finalmente, hay que destacar la alta precisión con que se estiman los parámetros de la demanda de ALP.

Una de las cuestiones empíricamente más relevantes relativas a la demanda de dinero es su estabilidad. En la introducción y en las conclusiones, se ha comentado la relativa inestabilidad a corto plazo de las estimaciones, y en el apéndice se da más información al respecto. Sin embargo, las estimaciones de equilibrio son sorprendentemente estables, como pone de manifiesto el siguiente cuadro de elasticidades:

1. Tasas de crecimiento de M3 y ALP (1973-II - 1986-II)



ALP. Período de estimación

	74.2-82.IV	74.2-83.IV	74.2-84.IV	74.2-85.IV
Constante	0.0055	0.0055	0.0058	0.0057
$\Delta \log P$	0.71	0.71	0.71	0.71
$\Delta \log Y$	0.73	0.73	0.72	0.73
$\Delta \log(CP/P)$	0.18	0.18	0.18	0.18
$\Delta \log EX$	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36
$\Delta \log pX$	0.01	0.01	0.01	0.009

(Los estadísticos 't' se han omitido para simplificar la lectura de las tablas. En todo caso, siguen la misma norma que los presentados en las ecuaciones, al principio de esta sección).

Otros dos aspectos importantes son la respuesta dinámica de la demanda a impulsos de las variables determinantes y la bondad del ajuste de la estimación. Respecto a esto último, desde el punto de vista de la programación monetaria, el interés reside en la capacidad predictiva de la ecuación, y, por tanto, la forma adecuada de medir el ajuste es por medio de la varianza del error de predicción. En la ecuación de ALP, se puede establecer una banda anual con un 95 % de confianza, de ± 1.4 % alrededor de la tasa de crecimiento objetivo para esta variable (ver apéndice). Esta banda coincide, efectivamente, con la utilizada en la programación monetaria por las autoridades.

La respuesta dinámica de las ecuaciones suele ser un método de análisis crucial para juzgar la plausibilidad del conjunto de los resultados obtenidos. Esto es así, ya que muchas estimaciones presentan ajustes extraordinariamente lentos e inaceptables, dado el conocimiento a priori de que se dispone acerca del comportamiento de los agentes económicos. Es quizás aquí donde precisamente se puede demostrar la fiabilidad de las estimaciones obtenidas en este trabajo, por comparación con otras anteriores.

El gráfico 2 muestra la respuesta de $\log ALP$ a incrementos unitarios de la renta y los precios. El efecto total se lleva a cabo casi completamente en el curso del año corriente, tanto para la renta como para los precios. Por contraste, en las ecuaciones estimadas para la demanda de ALP anteriores a este trabajo, es frecuente encontrar un retraso medio del efecto de la renta en los saldos reales de dinero de más de 3 años, y suelen requerirse al menos 2 años para que se lleve a cabo solamente el 50 % del efecto total. Además, las elasticidades de precios y renta dentro del año, que son las cruciales para la política monetaria, son siempre menores que 0.5

para ambas variables, y tan bajas como 0.2 en algunas estimaciones.

Para finalizar esta sección, puede ser interesante analizar el comportamiento de la velocidad de circulación implicado por estas ecuaciones. En el caso del agregado ALP, podemos llevar a cabo el siguiente desarrollo

$$\begin{aligned}
 ALP \cdot v &= P \cdot Y \\
 \log ALP + \log v &= \log P + \log Y \\
 \Delta \log ALP + \Delta \log v &= \Delta \log P + \Delta \log Y
 \end{aligned} \tag{3.2}$$

y, despejando y substituyendo las estimaciones de demanda de ALP presentadas anteriormente, obtenemos la siguiente ecuación para la tasa de crecimiento de la velocidad de circulación de ALP:

$$\begin{aligned}
 \Delta \log v &= \Delta \log P + \Delta \log Y - \Delta \log ALP \\
 &= -0.023 + 0.29 \Delta \log P + 0.27 \Delta \log Y \\
 &\quad - 0.18 \Delta \log(CP/P) + 0.36 \Delta \log EX \\
 &\quad - 0.01 \Delta \log pX
 \end{aligned} \tag{3.3}$$

(solución de equilibrio estático, elevada a tasa anual).

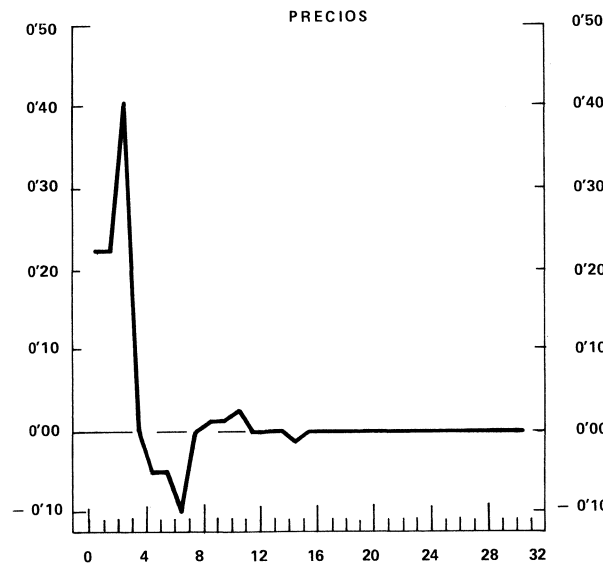
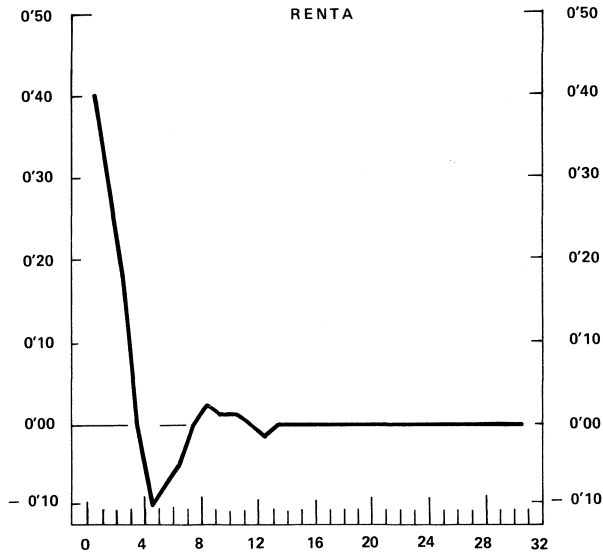
Aunque es evidente que, si la capacidad explicativa de la ecuación de (3.1) es alta, lo mismo deberá ocurrir con la (3.3), es de interés comparar la tasa de variación de la velocidad de circulación de ALP observada, con la ajustada a partir de (3.3) y la demanda estimada de ALP. La correlación entre la tasa estimada y la verdadera es de 0.96, lo que se manifiesta gráficamente en la evolución similar de ambas variables.

4. CONCLUSIONES

Probablemente, las dos conclusiones más importantes de este trabajo son las siguientes: 1) la demanda de dinero no es completamente estable, y 2) la velocidad de circulación del dinero no es una constante, y su tasa de crecimiento, por consiguiente, es distinta de cero.

Respecto a la primera conclusión, la relativa inestabilidad hace referencia a las tres condiciones requeridas en la introducción para que la demanda de dinero sea estable (relación precisa con pocas variables, y constante en el tiempo). Por otra parte, esta conclusión es un efecto del fenómeno de la innovación financiera y no parece depender de la forma en que se defina el agregado, o cuál se considere (los índices monetarios de Divisia (Barnett (1980) no son muy prometedores a este respecto. Ver también Milbourne (1986)). La demanda de dinero depende de

2. ALP: Multiplicadores intermedios

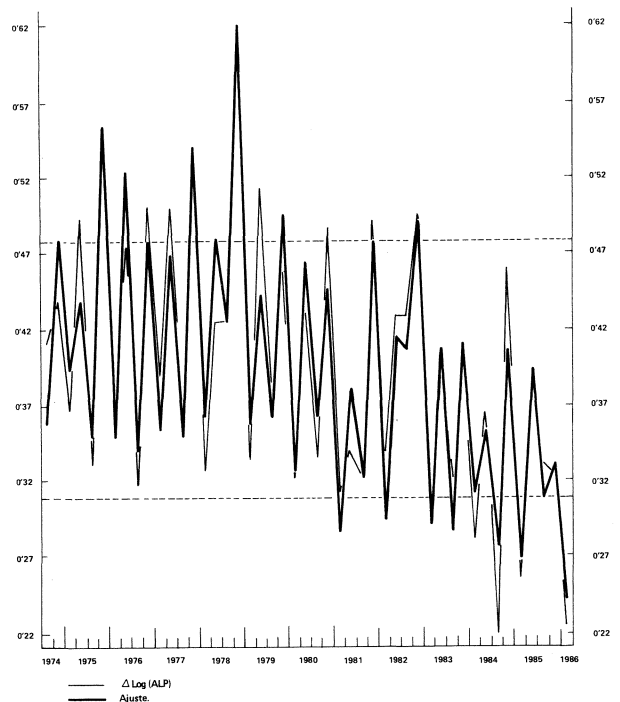


varias variables con numerosos retardos, y todas ellas son necesarias para estimar relaciones con sentido económico. Los errores de predicción son altos, aunque la banda de error al 95 % ± 1.4 % anual) coincide con los márgenes máximos de fluctuación fijados por la autoridad monetaria en términos anuales. Además, se detectan ciertas rupturas en algunos momentos del tiempo, especialmente en el año 1984: la ecuación para los ALP detecta unos errores inusualmente altos a lo largo de ese año, aunque admisibles estadísticamente.

Por último, los resultados econométricos de la sección 3, justifican la afirmación de que las elasticidades de las diversas variables, en equilibrio a largo plazo, son bastante estables. En períodos más cortos de tiempo, hay, sin embargo, una considerable incertidumbre acerca de la dinámica de la ecuación, y, por tanto, acerca de las elasticidades mencionadas anteriormente. Estos resultados justifican una política de cantidades, cuyo objetivo a largo plazo se fija en términos de dinero, pero que a corto plazo presta mayor atención a las variaciones del tipo de interés para evitar excesivas fluctuaciones de la producción. No obstante, cuando el objetivo primordial es la tasa de inflación, el objetivo de cantidad de dinero cobra mayor importancia, porque proporciona un 'anclaje' para los precios, que de otro modo podrían deslizarse peligrosamente.

La segunda conclusión hace referencia al hecho de que la velocidad de circulación es función de una serie amplia de variables, entre las que están la renta, los precios, los salarios, la riqueza y factores tendenciales. El tipo de interés no aparece explícitamente en la demanda de ALP, ya que ciertos componentes de este agregado generan rendimientos y están, por tanto, relacionados positivamente con él. Este efecto compensa la influencia negativa que el tipo de interés tiene en la demanda de dinero, en

3. Demanda de ALP: Ajuste de la ecuación (1974-II - 1985-IV)



cuanto que es su coste de oportunidad. Así, la suma de estos dos efectos hace que sea difícil estimar empíricamente el coeficiente del tipo de interés (en agregados más restringidos, el efecto negativo se capta con más claridad). Como, por definición, la velocidad de circulación es $v=(P.Y/M)$, a no ser que las elasticidades de demanda de dinero respecto a renta real y precios sean ambas unitarias, estas variables serán determinantes de la velocidad, como ocurre efectivamente en el caso español. Respecto al resto de factores que afectan a 'v', ya se ha justificado en las secciones 2 y 3 la razón de su relevancia. Una consecuencia de este hecho, desde el punto de vista de la programación monetaria, es que la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero, compatible con tasas dadas de crecimiento para precios y renta, no será, en general, la suma de estas dos. La importancia de este resultado se ve amortiguada, sin embargo, por el hecho de que, en la demanda de dinero 'anual' (ver sección 3), el valor de las elasticidades precio y renta es 0.9, la contribución tendencial es pequeña (2 % anual) y las elasticidades de las restantes variables son de menor orden de magnitud.

Otros resultados de interés son los siguientes:

- a) Las elasticidades de la demanda de dinero respecto a precios y renta real se estiman en el intervalo (0.5, 1.0). En el caso de la renta real, el resultado es comúnmente aceptado y se encuentra en la mayoría de las estimaciones de demanda de dinero. Respecto a los precios, es un resultado inusual, pero no nuevo (ver referencias en Goldfeld (1973) sobre este punto). En todo caso, la elasticidad no es lejana a la unidad, y puede que la omisión de ciertos componentes de la riqueza sea la explicación de que no se estime una elasticidad igual a la unidad.
- b) La elasticidad al tipo de interés de la demanda de dinero es difícil de determinar. En agregados restringidos, puede detectarse con claridad un signo negativo, pero, en el caso de agregados más amplios, aunque la elasticidad es distinta de cero, resulta difícil determinarla empíricamente. Una consecuencia derivada de este hecho es que, para estudiar la determinación del tipo de interés, es mejor normalizar la ecuación en esta variable (ver, por ej., Poole (1970b), Rojo y Pérez (1977), Servicio de Estudios del Banco de España (1976), Mauleón y Pérez (1985), Mauleón (1987).
- c) La tasa esperada de inflación no desempeña un papel importante en la determinación de la demanda de dinero. En estimaciones anteriores para el caso español, no siempre se ha encon-

trado que este efecto sea significativo, y, en todo caso, su elasticidad ha sido siempre pequeña.

- d) Otras variables de escala, aparte de la renta real, son importantes en la determinación de la demanda de dinero, y, concretamente, los salarios y la riqueza. La consideración de estas variables como determinantes de la demanda de dinero puede justificarse de diversas formas, tal como se indica en la sección 2. En todo caso, estas dos variables son particularmente importantes cuando se trata de obtener una ecuación explicativa para el tipo de interés, a partir del mercado de dinero. El hecho de que sean también muy significativas en estimaciones independientes de ecuaciones de tipos de interés (Mauleón (1987)) es coherente, y refuerza, por tanto, la justificación para que sean también determinantes de la demanda de dinero (las ecuaciones para tipos de interés se obtienen despejando dicha variable en las funciones de demanda de dinero).
- e) Finalmente, aparte de ciertos efectos tendenciales, posiblemente atribuibles, en gran medida, al extraordinario desarrollo de las transacciones financieras, ninguna de las otras variables sugeridas en la literatura como candidatas en la determinación de la demanda de dinero, parece ser relevante en el caso español (por ej., *shocks* de oferta de dinero, variabilidad de los tipos de interés, efectos *ratchet*, etc.). Sin embargo, una variable que todavía no es importante, pero que previsiblemente lo será en un futuro próximo, debido a la liberalización de los movimientos exteriores de capitales, es, sin duda, el tipo de cambio.

APENDICE

Este apéndice presenta las estimaciones básicas de la demanda de ALP en detalle, así como una definición explicativa de las variables utilizadas. También se añade una serie de resultados y contrastes de interés, para evaluar la fiabilidad de las estimaciones. Los contrastes se presentan con la notación $\chi_n^2(g)$, donde 'g' son los grados de libertad cuando el criterio es una χ^2 . Cuando es una F, la notación es $F_n(g_1, g_2)$, siendo g_1 y g_2 , respectivamente, los grados de libertad del numerador y del denominador. El símbolo 'n' se refiere a los contrastes siguientes:

- n = 1 Contraste de estabilidad de Chow (4 últimas observaciones).

- n = 2 Contraste de significatividad de todos los retardos excluidos (hasta el 4.º).
- n = 3 Contraste de normalidad de los residuos (Bera y Jarque).
- n = 4 Contraste de heterocedasticidad tipo ARCH.
- n = 5 Contraste de correlación serial de los residuos.

Los valores entre paréntesis debajo de cada coeficiente en las ecuaciones son los coeficientes t' .

Resultados para la demanda de ALP

$$\begin{aligned} \Delta \log ALP &= 0.014 (D1 + D3) - 0.24 \Delta \log ALP_{-4} \\ &\quad (7.6) \quad (1.9) \\ &+ 0.23 (\Delta \log P_{-1} + \Delta \log P_{-2}) + 0.43 \Delta \log P_{-3} \\ &\quad (5.2) \quad (5.8) \\ &+ 0.11 (\Delta \log CP/P + \Delta \log (CP/P)_{-3}) \\ &\quad (7.2) \\ &+ 0.012 \Delta \log PX_{-1} + 0.01 (\Delta \log PX_{-2} - \Delta \log PX_{-3}) \\ &\quad (2.5) \quad (2.7) \\ &- 0.0037 \Delta IR + 0.0028 \Delta IR_{-1} \\ &\quad (2.5) \quad (2.5) \\ &+ 0.415 (\Delta \log Y_{-1} + \Delta \log Y_{-2} + \Delta \log Y_{-3}) \\ &\quad (4.7) \\ &+ 0.113 (\Delta \log Y_{-2} + 2 \Delta \log Y_{-3}) \\ &\quad (2.2) \\ &- 0.068 \left(\sum_{s=0}^4 \Delta \log EX_{-s} \right) \\ &\quad (5.3) \\ &- 0.033 \left(\sum_{s=1}^4 s \Delta \log EX_{-s} \right) \\ &\quad (3.4) \\ &- 0.0074 \left(\sum_{s=1}^4 s^2 \Delta \log EX_{-s} \right) \\ &\quad (3.3) \end{aligned}$$

$\hat{\sigma} = 0.0038; \quad R^2 = 0.865; \quad T = 47 (74.II - 85.IV)$

$F_1 (4, 30) = 0.14; \quad \chi^2_2 (19) = 21.6; \quad \chi^2_3 (2) = 0.3$

$\chi^2_4 (4) = 6.2; \quad \chi^2_5 (4) = 6.4$

Los coeficientes de las variables $\Delta \log Y$, $\Delta \log EX$, son los de un polinomio de Almon de grado 2 y 3, respectivamente. La ecuación está estimada por va-

riables instrumentales, ya que los mínimos cuadrados sesgan marcadamente el coeficiente del tipo de interés hacia cero. Para evitar los problemas derivados de un exceso indiscriminado de instrumentos (Mauleón (1985(a))), se han tomado las variables explicativas de las ecuaciones de tipos de interés estimados en Mauleón (1987).

Otros resultados

- El mecanismo de corrección del error $\log(ALP/PY)$ nunca ha resultado significativo (se probaron los retrasos del primero al cuarto, por separado). Los coeficientes estimados han sido siempre, prácticamente, iguales a cero.
- La tasa esperada de inflación no es significativa y tiene el signo incorrecto. El contraste utilizado es el de Mauleón (1986).
- Los *shocks* de oferta de dinero no son significativos, aunque su signo es el correcto. Los *shocks* de oferta pueden obtenerse a partir del modelo de (2.6), dado por la parte no esperada, o error del modelo en t , condicionado a $t-1$. Las estimaciones para ambas ecuaciones están presentadas en Mauleón (1985b) y Mauleón, Pérez y Sanz (1986).
- La variabilidad del tipo de interés no aparece como variable muy significativa, aunque su signo es el correcto.
- La ecuación se ha estimado también con el IPC general, aunque esta variable sería más adecuada en un enfoque de transacciones de la demanda de dinero. Los resultados, en general, coinciden, aunque la significatividad de los coeficientes y el ajuste de la ecuación empeoran.
- Los tipos de interés propios del agregado ALP (tipos de los depósitos a plazo y tipo interbancario) no han resultado significativos.

Los valores críticos al 95 % para cada contraste se han omitido para simplificar la presentación, pero puede comprobarse que, en general, la hipótesis nula se acepta sin problemas.

Variables utilizadas en las estimaciones

ALP: activos líquidos en manos del público (incorporan la corrección por los depósitos públicos, a partir de diciembre de 1982).

NOTAS

- CP: crédito interno al sector público, corregido del pago anticipado de intereses de los pagarés del Tesoro, y sin moneda extranjera (crédito exterior intermediado por entidades domésticas).
- EX: $(P.Y)/(W.N)$. No existe una medida trimestral del excedente propiamente dicho $(P.Y-W.N)$. Como $(W.N)/(P.Y)$ es la proporción de renta salarial en la total, $((W.N)/(P.Y)) - 1$ puede ser un substituto aproximado del excedente (una *proxy*). Finalmente, como algunas variables trimestrales son índices, al tomar logaritmos se elimina el problema, y únicamente se modifica la constante de la ecuación (al tomar diferencias, desaparece). Obtenemos así una mejor idea de la elasticidad de respuesta al excedente.
- IR: tipo de interés de las obligaciones privadas, medido en tanto por ciento (rendimiento bruto sin desgravación fiscal). Para el período 1973-1983, la variable es el rendimiento total de las obligaciones industriales (media ponderada). A partir del año 1984 incluido, esta serie deja de ser representativa y se substituye por el tipo de las obligaciones eléctricas a medio y largo plazo.
- N: ocupados en sentido estricto (todos los sectores).
- P: Índice de precios no alimenticios (aproximadamente, el 70 % del IPC total; se elimina el componente alimenticio por ser bastante errático). Antes de 1977, está interpolado con las tasas de variación del IPC.
- PX: Posición exterior neta del sector privado de la economía, construida como suma de las dos series siguientes: a) posición exterior neta del sistema crediticio, y b) activos netos frente al exterior del sector privado.
- Y: PIB trimestralizado por R. Sanz, utilizando como indicador el IPI trimestral desestacionalizado. La interpolación para 1985 es aproximada, suponiendo una tasa de crecimiento anual del 2 %.
- W: Ganancia media por persona al mes (media de todas las ramas).

Fuente: Banco de Datos del Servicio de Estudios del Banco de España, INE, y elaboración propia.

(1) Este punto puede verse también del siguiente modo:

Supongamos que la demanda de dinero es

$$m-p = d + e$$

donde las variables están en logaritmos, y d engloba todos los determinantes de esta demanda, excepto los precios corrientes (renta, tipos de interés, etc.).

Si estimamos adecuadamente el modelo,

$$m = ap + d + e$$

obtendremos un valor para 'a' aproximadamente igual a uno. Si estimamos el modelo,

$$m-p = bp + d + e$$

el valor estimado para 'b' será cercano a cero.

Supongamos ahora que la verdadera demanda de dinero está dada por,

$$m = d + e$$

donde los precios aparecen retrasados en la función d . Si estimamos ahora (consistentemente) los dos modelos anteriores, obtendremos un valor de 'a' cercano a cero y el de 'b' será próximo a menos uno. Y esto es precisamente lo que ocurre en la práctica, proporcionando así evidencia empírica muy sólida para especificar la ecuación en términos nominales.

(2) Un análisis superficial tal vez induzca a pensar que la inclusión del crédito al sector público como determinante de la demanda de dinero puede conducir a la fijación de una regla monetaria acomodante de los déficit fiscales. Así, una expansión del déficit requiere un incremento de la cantidad de dinero, si se desea mantener los tipos de interés constantes. Pero este análisis de equilibrio parcial omite la ecuación de precios a través de la cual el dinero afecta a estos. Así, una expansión monetaria que intente impedir el alza de los tipos de interés inducida por un crecimiento del déficit fiscal sólo conseguirá, a medio plazo, más altos niveles de precios, sin ninguna reducción del tipo de interés.

REFERENCIAS

- ANDERSEN, P.S. (1985) «The stability of money demand functions: an alternative approach». *Bis economic papers*. Basle.
- BARNETT, W.A.(1980) «Economic monetary aggregates» *Journal of Econometrics*.
- BOYER, M. (1971) «La interacción entre procesos monetarios y reales: la controversia teórica y la evidencia empírica en el caso español» en *El nuevo monetarismo* (ed.) L.A. Rojo I.E.F. Madrid.
- DOLADO, J.J.(1982) «Procedimientos de búsqueda de especificación dinámica: el caso de la demanda de M3 en España». Servicio de Estudios del Banco de España. *Estudios Económicos nº 27*.
- DOLADO, J.J.(1985) «La estabilidad de la demanda de dinero en España (1974-84)». Banco de España, *Boletín Económico*, Septiembre.
- DUESENBERY, J.(1973), Comments on «The demand for money revisited» by S. Goldfeld. *Brookings Papers on Economic Activity*.
- FAIR, R.C. (1986) «International evidence on the demand for money», *National Bureau of Economic Research*. Working Paper nº 2106.
- GOLDFELD, S.M. (1973) «The demand for money revisited». *Brookings Papers on Economic Activity*.
- GOLDFELD, S.M.(1976) «The case of the missing money». *Brookings Papers on Economic Activity*.
- GUTIERREZ I. (1987) «La innovación financiera en España», Banco de España, *Boletín Económico*.
- JOHNSON, D. (1986) «Are government bonds net wealth? Intertemporal optimization and the government budget constraint». *Journal of Macroeconomics*. Fall 1986, vol. 8.
- JUDD, J. and SCADDING, J. (1982) «The demand for money in the United States: a survey of the Post 1973 literature». *Journal of Economic Literature*.
- LAILLER, D.E.W. (1977) «The demand for money: theories and evidence». Dun-Donnelley. New York.
- MAULEON, I.(1984) «La demanda de activos de caja del sistema bancario en el período 1978-82: un estudio empírico», *Revista Española de Economía*.
- MAULEON, I. (1985 a) «Consideraciones sobre la determinación simultánea de precios y salarios». *Investigaciones Económicas*.
- MAULEON, I. (1985 b) «A quarterly econometric model for the spanish economy», en «*Proceedings on the first conference on economic modelling in OECD countries*» Ed. M. Motamen. Chapman and Hall. Londres 1987 (de próxima publicación).
- MAULEON, I. (1986) «A test of the future expectations model». *Economic Letters*.
- MAULEON, I. (1987) «Determinantes y perspectivas de los tipos de interés». *Papeles de Economía Española*, nº 32.
- MAULEON, I. y PEREZ, J. (1985) «Interest rate determinants and consequences for macroeconomic performance in Spain» en «*Nominal and real interest rates: determinants and influences*». Banco Internacional de Pagos (Basilea). También como Documento de Trabajo nº 8420 del Servicio de Estudios del Banco de España.
- MAULEON, I, PEREZ, J. y SANZ, B. (1986) «Los activos de Caja y la oferta de dinero». Servicio de Estudios del Banco de España. *Estudios Económicos nº 40*.
- MANKIW, N.G. and SUMMERS, L.M.: (1986) «Money demand and the effects of fiscal policies». *Journal of Money credit and Banking*.
- Mc.CALLUM B.T., (1976) «Rational expectations and the natural rate hypothesis: some consistent estimates». *Econometrica*.
- Mc.CALLUM B.T. y GOODFRIEND, M.S. (1987) «Money: theoretical analysis of the demand for money». Working paper nº 2157 N.B.E.R.
- MILBOURNE R. (1986) «Financial innovation and the demand for liquid assets», *Journal of Money Credit and Banking*.
- POOLE, W. (1970 a) «Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macromodel». *Quarterly Journal of Economics*.
- POOLE, W. (1970 b) «Whither money demand», *Brookings Papers on Economic Activity*.
- ROJO, L. A.(1978) «Renta precios y balanza de pagos». *Alianza Universidad* (4ª edición) Madrid.
- ROJO, L.A. y PEREZ, J. (1977) «La política monetaria en España: objetivos e instrumentos». Servicio de Estudios del Banco de España. *Estudios Económicos nº 10*.
- ROJO, L. A. y ARISTEGUI, J. (1984) «Financial innovation and monetary policy in Spain» en «*Financial innovation and monetary policy*». BIS.
- SERVICIO de ESTUDIOS del BANCO de ESPAÑA (1976) «Un modelo macroeconómico trimestral para la economía española». Documento interno EC/23.
- TORIBIO, J.J. (1984) «La innovación financiera en España». *Papeles de Economía Española nº 19*.

22-X-87

Regulación financiera: tercer trimestre de 1987

Después de las numerosas e importantes modificaciones y novedades introducidas en el sistema financiero a lo largo de la primera mitad del año, durante el período estival apenas se pueden reseñar disposiciones que hayan afectado al mismo, circunscribiéndose éstas a compilar normas preexistentes en unos casos y a desarrollar aspectos puntuales de las mismas en otros.

Las disposiciones más relevantes afectan a las obligaciones contables de algunos intermediarios financieros. En este sentido, se han publicado dos nuevas circulares del Banco de España sobre este tema, afectando una de ellas a bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, y la otra a sociedades mediadoras en el mercado de dinero y a juntas sindicales de las bolsas de comercio. En general, el tratamiento es uniforme y similar para todas las entidades, con las lógicas diferencias derivadas de sus particularidades. Por otra parte, las circulares apenas introducen modificaciones, limitándose a recoger una dispersa regulación anterior y a adaptar ésta a las recientes reformas que han afectado al sistema financiero.

Entre los desarrollos normativos, cabe destacar el realizado por el Banco de España sobre la OM de 3 de marzo de 1987, concretando la organización y funcionamiento del servicio de reclamaciones de los usuarios del crédito, que se configura como un organismo destinado al arbitraje de las discrepancias que pudieran surgir en las relaciones entre las entidades de crédito y sus clientes.

Por otro lado, nuevamente ha sido objeto de modificaciones la regulación del coeficiente de caja. Por una parte, varía el sistema de cálculo y cómputo del mismo. Por otra, se establece que, a partir de la primera decena de noviembre, las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y las juntas sindicales de las bolsas de comercio estarán sujetas al mismo régimen de cálculo y cómputo que los bancos y cajas de ahorro.

Otra modificación significativa es la elevación del tipo de interés mínimo de los activos financieros con retención en el origen desde el 8,5 por 100 al 15 por 100. Simultáneamente, se ha modificado el régimen por el cual el Ministerio de Economía y Hacienda fija dicho tipo de interés mínimo.

Con respecto al recientemente creado sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, se amplía el acceso a la condición de entidad gestora a las cooperativas de crédito y a las entidades oficiales de crédito. Además, se clarifica el régimen de las operaciones con pacto de recompra a la vista. Por

otro lado, se posibilita el acceso a los mercados de deuda del Estado, tanto anotada como no, de los inversores extranjeros, aunque se imponen ciertas restricciones.

En lo que respecta a las entidades delegadas, la dispersa regulación de las cuentas extranjeras en pesetas convertibles ha sido objeto de compilación. Además, se ha autorizado el uso de la aduana de La Línea de la Concepción para el envío de las remesas de billetes españoles con Gibraltar.

Finalmente, se han revocado ciertas condiciones restrictivas de las inversiones extranjeras en España realizadas con anterioridad a la liberalización de las mismas, y se ha desarrollado el reglamento de ordenación del seguro privado, fijándose un nuevo tipo de interés técnico para las entidades aseguradoras del ramo de vida.

BANCA PRIVADA, CAJAS DE AHORRO Y COOPERATIVAS DE CREDITO: BALANCE, CUENTA DE RESULTADOS Y ESTADOS COMPLEMENTARIOS

La CBE 19/1985, de 23 de julio, estableció la normativa contable para la banca privada y las cajas de ahorro. Por su parte, la CBE 3/1981, de 23 de enero, hizo lo propio para las cooperativas de crédito. Tras la promulgación de ambas, las numerosas modificaciones que se han ido produciendo sobre las obligaciones contables de ambos tipos de entidades han sido introducidas mediante otras circulares que sustitúan o derogan aspectos parciales de la 19/1985 y de la 3/1981. La necesidad de refundir en un único texto tales modificaciones y la conveniencia de un tratamiento unitario para bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, han motivado que el Banco de España dicte la CBE 22/1987, de 29 de junio, sobre balance, cuenta de resultados y estados complementarios de banca privada, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.

La nueva circular no introduce novedades significativas en la regulación de la normativa contable de las entidades de depósito, excepción hecha de la extensión a las cooperativas de crédito de las normas contables aplicables a bancos y cajas de ahorro.

Así, la circular recoge modificaciones introducidas anteriormente, en una labor de simple incorporación de textos. Tal es el caso de la contabilización de convenios tipos de interés futuros, transferencias de activos y pagarés de empresa, cobertura de compromisos de pensiones con el personal activo y pasivo, calificación y cobertura del riesgo-país, supresión de

la cuentas de ahorro emigrante, mayor desglose de los disponibles por terceros, valoración de operaciones de compraventa de activos con pacto de retrocesión, normas sobre consolidación de balances, definición del sector público y operaciones sobre valores representados en anotaciones en cuenta. Con el ánimo de no resultar repetitivos, en el cuadro adjunto se indica el *Boletín Económico* del Banco de España en que fue comentada cada una de estas modificaciones.

Se ha aprovechado la CBE 22/1987 para incluir algunas modificaciones menores en la regulación contable de las entidades de depósito. Así, el saldo de corresponsales no banqueros pasa –en el activo del balance– de la rúbrica “intermediarios financieros” a la de “créditos al sector privado”, integrándose en el sector privado no financiero. Las cuentas interbancarias destinadas a recoger la financiación entre entidades para cobertura de coeficientes desaparecen del balance –antiguas cuentas “Financiación prestada (recibida) para la cobertura del coeficiente de inversión” –, siendo una información que se suministrará en las declaraciones sobre coeficientes. Se simplifican las cuentas de reservas, reduciéndolas a tres rúbricas: reservas aportadas (prima de emisión de acciones), reservas derivadas de regularizaciones y otras autofinanciaciones. La subcuenta de otros fondos especiales se desglosa –a efectos del control de recursos propios– en específicos –fondos para la cobertura de contingencias concretas no contempladas en otras rúbricas del balance– y genéricos –fondos sin finalidad específica–. Los certificados de depósito, pagarés y efectos emitidos al portador se imputan al sector privado, sea quien sea el adquirente y aunque se tenga conocimiento documentado de que obran en otro sector. La partida “Beneficios (pérdidas) sobre títulos valores” se sustituye por “Beneficios (pérdidas) sobre activos financieros” para incluir los resultados de enajenaciones en firme de pagarés del Tesoro, créditos y otros activos financieros. Se suprime el anexo con los coeficientes fiscales de amortización y, en el estado correspondiente, se desglosan las cesiones temporales por sujetos.

La circular también introduce modificaciones derivadas de la nueva regulación sobre riesgo de cambio, rectificándose algunos conceptos para acomodar la valoración de la moneda extranjera a la nueva normativa, en la que destaca la autorización de posiciones “cortas”, considerando como tales aquellas en que la suma de activos, productos y compromisos de compra en una divisa sea menor que la suma de pasivos, costos y compromisos de venta en la misma moneda.

Por otra parte, se unifica el tratamiento de las compras o ventas con pacto de retrocesión no opcional de activos al descuento y de activos con intereses periódicos, de modo que —en ambos casos— tales operaciones se valorarán por el precio efectivo de la cesión, periodificando la diferencia entre el efectivo y el precio de recompra (más los cupones intermedios en el caso de activos con intereses periódicos) como costo de una financiación recibida o producto de una inversión, según corresponda. Si la cesión no se realiza a precios de mercado, la diferencia entre el precio de la operación y ese se considerará como un depósito a plazo o como una deuda personal, según proceda. Por último, las operaciones con pacto de recompra opcional se llevarán a cuentas de orden.

Hasta ahora, las normas contables de las cooperativas de crédito eran distintas de las aplicables a bancos y cajas de ahorro, si bien los principios inspiradores eran similares. La nueva circular da un tratamiento uniforme a todas las entidades de depósito, solventando los problemas que existían derivados de la falta de homogeneidad. No obstante, como la dimensión empresarial de un buen número de cooperativas haría difícil la adopción íntegra de los estados contables introducidos por la CBE 22/1987, se disponen unos estados resumidos para las entidades no delegadas. Las cooperativas con facultades dele-

gadas en materia de divisas deben rendir la misma información que bancos y cajas de ahorro.

La entrada en vigor de la presente circular se fija en el 1 de enero de 1988, si bien las normas sobre contabilización de la deuda del Estado anotada en cuenta son de aplicación desde el balance correspondiente al pasado mes de agosto.

SOCIEDADES MEDIADORAS EN EL MERCADO DE DINERO Y JUNTAS SINDICALES DE LAS BOLSAS DE COMERCIO: ESTADOS Y NORMATIVA CONTABLE

La orden ministerial de 17 de febrero de 1984, sobre tipos de interés y coeficiente de caja de las juntas sindicales de las bolsas de comercio, facultaba al Banco de España para imponer a las mismas la confección y presentación del balance y cuenta de resultados de su actividad como intermediarios financieros. Por otro lado, la regulación de las obligaciones contables de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero —contenida en la CBE 32/1985, de 6 de diciembre (1), parcialmente modificada por la

(1) Véase "Regulación financiera: cuarto trimestre de 1985", en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1986, páginas 44 y 45.

Resumen de las modificaciones de la normativa contable anteriores a la CBE 22/1987 que han sido recogidas por esta

Modificaciones introducidas en la normativa contable	Regulado inicialmente en:	Comentado en «Regulación Financiera», <i>Boletín Económico</i> de:
Contabilización de convenios de tipos de interés futuros	CBE 12/1986, de 17-6	Octubre 1986, página 25
Transferencias de activos y pagarés de empresas	CBE 2/1987, de 6-2	Abril 1987, página 49
Compromisos de pensiones y su cobertura	CBE 15/1986, de 23-9 CBE 11/1987, de 13-3	Octubre 1986, página 24 Abril 1987, página 49
Calificación y cobertura del riesgo-país	CBE 8/1986, de 28-4 CBE 10/1987, de 13-3	Julio-Agosto 1986, págs. 42-43 Abril 1987, página 48
Supresión de las cuentas ahorro-emigrante	CBE 29/1985, de 5-11	Enero 1986, página 43
Desglose de los disponibles por terceros en el coeficiente de recursos propios	CBE 9/1987, de 13-3	Abril 1987, página 48
Valoración de operaciones de compra-venta con pacto de retrocesión	CBE 7/1987, de 13-3	Abril 1987, página 49
Definición del sector público	OCBE 19.1.1987	Abril 1987, página 49
Normas sobre consolidación de balances	CBE 2/1985, de 21-8	Octubre 1985, páginas 52-53
Operaciones sobre valores representados en anotaciones en cuenta	CBE 16/1987, de 19-5	Julio-Agosto 1987, págs. 46-48

CBE 8/1987, de 13 de marzo (1)— requería algunos pequeños retoques, derivados de las innovaciones acaecidas recientemente en el sistema financiero.

Ante ambas circunstancias y dada la conveniencia de unificar y coordinar la normativa contable de los intermediarios financieros sujetos a coeficiente de caja, el Banco de España ha publicado la circular 23/1987, de 29 de junio, sobre balance, cuenta de resultados y estados complementarios de sociedades mediadoras en el mercado de dinero y juntas sindicales de las bolsas de comercio, con un tratamiento similar para ambos tipos de entidades, que sólo difiere en aspectos concretos derivados de sus propias particularidades operativas.

En cuanto a los criterios de valoración, se siguen fundamentalmente los establecidos en la anterior regulación contable de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero, coincidentes —además— con los aplicables a los bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito según la nueva CBE 22/1987, de 29 de junio. No obstante, se explicita la prohibición, tanto para las sociedades mediadoras como para las juntas sindicales, de participar como cedentes o como tomadores en operaciones de venta de activos a precios simbólicos o a precios diferentes del de mercado, aunque excepcionalmente podrán no realizarse a descuento las operaciones de venta de activos con compromiso de recompra efectuadas con clientela no financiera y cuyo importe no exceda de diez millones de pesetas.

Para el caso de adquisiciones en firme de activos con intereses periódicos, se establece que la diferencia positiva entre el valor de adquisición —neto de intereses corridos— y el valor nominal se amortizará, como mínimo, linealmente, a lo largo del período previsto de la inversión.

La circular introduce pequeñas modificaciones en la información contable-estadística que ha de suministrarse al Banco de España. Así, la peculiar actividad de las juntas sindicales exige incluir, por ejemplo, las compras y ventas a crédito en el balance, o el patrimonio afecto a las mismas en el pasivo, en el lugar del capital propio de las sociedades mediadoras. La existencia de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado también exige algunos desgloses en las rúbricas del balance y cuenta de resultados; en este sentido, aparece un capítulo de "informaciones complementarias al balance", que desglosa los pagarés mantenidos por la entidad en cuatro grupos: pagarés del Tesoro mate-

rializados en anotaciones en cuenta, pagarés del Tesoro materializados en títulos fungibles, pagarés del Tesoro materializados en títulos físicos y pagarés de empresa en cartera.

La circular entró en vigor el 31 de julio en lo referente a las sociedades mediadoras. Su vigencia para las juntas sindicales se retrasa, en cambio, hasta el próximo 31 de diciembre.

BANCO DE ESPAÑA: SERVICIO DE RECLAMACIONES DE USUARIOS DEL CREDITO

La orden ministerial de 3 de marzo de 1987, sobre liberalización de tipos de interés y comisiones y sobre normas de actuación de las entidades de depósito, facultó al Banco de España para concretar la organización y funciones del servicio de reclamaciones de usuarios del crédito (1), concreción que ha tenido lugar con la CBE 24/1987, de 21 de julio.

El servicio de reclamaciones, adscrito a los servicios jurídicos del Banco de España, tiene como misión recibir y tramitar las quejas que formulen los clientes de las entidades de depósito sobre las actuaciones de éstas, presumiblemente quebrantadoras de sus normas de actuación o de las buenas prácticas bancarias.

El procedimiento se inicia a instancia escrita de persona interesada, en la que se deben concretar los datos del reclamante y del reclamado, así como los hechos en los que se fundamenta la reclamación, acompañándose o proponiéndose las pruebas pertinentes. La instancia puede ser presentada en cualquier sucursal del Banco de España o en su sede central. Recibida la instancia por el servicio de reclamaciones, éste puede requerir, si procede, al firmante para que en el plazo de diez días complete la información.

Tras este trámite, el servicio recabará información de la entidad reclamada y procederá a la audiencia de la misma. En este sentido, la circular faculta al servicio de reclamaciones para realizar comprobaciones y obtener datos directamente en las oficinas de las entidades, investido de las facultades de inspección que corresponden al Banco de España.

El expediente debe ser resuelto, en un plazo máximo de tres meses desde la última actuación, con un informe motivado en el que conste, al menos,

(1) Véase "Regulación financiera: primer trimestre de 1987", en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1987, página 53.

(1) Véase "Regulación financiera: primer trimestre de 1987", en *Boletín Económico* del Banco de España, abril de 1987, página 45.

si ha existido quebrantamiento de normas de disciplina o de la buena práctica bancaria. Tal informe debe ser notificado a las partes. Si la entidad, a la vista del informe, rectifica su situación con el reclamante, debe comunicarlo, en el plazo de un mes, al Banco de España. En caso contrario, el informe quedará como antecedente, a los efectos legales que correspondan en cada caso. No obstante, la circular deja abierta la vía para que la rectificación se pueda producir en cualquier momento de la instrucción del expediente: en este caso, se procederá a su archivo sin más trámite.

Finalmente, la circular señala que, si de las actuaciones se desprenden incumplimientos de las normas vigentes de cualquier naturaleza, el servicio dará cuenta al Consejo Ejecutivo del Banco de España, a los oportunos efectos.

COEFICIENTE DE CAJA: NUEVO METODO DE COMPUTO

La regulación del coeficiente de caja, recientemente compilada en la CBE 18/1987, de 26 de mayo, ha sido objeto de modificaciones en los últimos días.

Se ha asimilado el tratamiento de sociedades mediadoras en el mercado de dinero y juntas sindicales de las bolsas de comercio al de bancos y cajas de ahorro, aunque exclusivamente en lo referente al sistema de cómputo.

Antes —para bancos y cajas de ahorro—, el coeficiente se calculaba diariamente y se consideraba cubierto cuando la media aritmética de los coeficientes diarios de la decena natural no era inferior al porcentaje vigente. A partir de la primera decena de noviembre —incluida ésta—, los bancos, cajas de ahorro, sociedades mediadoras en el mercado de dinero y juntas sindicales de las bolsas de comercio calcularán el coeficiente decenalmente. Para realizar tal cálculo, se incluirá en el denominador la suma de los saldos de los pasivos computables de todos los días comprendidos en la decena natural, y en el numerador, la suma de los saldos de los activos computables de todos los días comprendidos en la decena desplazada en dos días naturales respecto de la decena natural. En el caso de que el segundo día posterior al último de la decena natural sea sábado o festivo, se desplazará el final de la decena —tanto a efectos de activos como de pasivos— al día inmediatamente anterior. Si en éste concurre la misma circunstancia, se volverá a proceder del mismo modo. Los días objeto de desplazamiento deberán ser integrados en la decena siguiente. La Oficina de Operaciones del Banco de España comunicará la relación

de los días finales de decena, pudiendo alterar los criterios de desplazamiento señalados, cuando el número de días festivos consecutivos que concurren conduzca a una distribución inadecuada de los períodos decenales. Por otra parte, los saldos de activos y pasivos de los días festivos serán los del cierre de operaciones del día inmediatamente anterior.

En lo que respecta a los modelos de declaraciones de coeficientes, se modifica el correspondiente a las sociedades mediadoras y a las juntas sindicales. En el correspondiente a bancos y cajas, se introduce información complementaria acerca de cesiones temporales de letras del Tesoro, valoradas por su nominal.

Para cooperativas de crédito, sociedades de crédito hipotecario y entidades de financiación, permanece vigente todo lo dispuesto en la CBE 18/1987, sin sufrir ninguna modificación.

ACTIVOS FINANCIEROS CON RETENCION EN EL ORIGEN: RENDIMIENTO MINIMO

Tanto la ley 14/1985, de 29 de mayo, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, como la orden de 30 de mayo de 1985 que la desarrolló, atribuyen al Ministerio de Economía y Hacienda la competencia para fijar trimestralmente el rendimiento mínimo aplicable a los activos financieros con retención en el origen, tomando como referencia los tipos medios de los depósitos a plazo de bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, entidades oficiales de crédito y sociedades de crédito hipotecario.

Entretanto, se ha registrado en los últimos meses una sensible elevación de los tipos de interés, lo que hace que el nivel vigente del rendimiento mínimo de los activos financieros en cuestión —fijado por la orden de 24 de marzo de 1986 en el 8,5 %— y la referencia utilizada para su fijación no sean coherentes con la finalidad perseguida al crear esta figura.

Para paliar este inconveniente, una reciente orden de 30 de julio de 1987 ha elevado el referido rendimiento mínimo al 15 % y ha desvinculado la fijación del mismo de los tipos medios de los depósitos a plazo de las entidades anteriormente citadas, disponiendo su libre fijación por el Ministerio de Economía y Hacienda. Al igual que en la regulación anterior, se dispone que la falta de publicación del rendimiento mínimo prolonga tácitamente la del trimestre inmediatamente anterior.

ANOTACIONES EN CUENTA DE DEUDA DEL ESTADO: ENTIDADES GESTORAS Y OPERACIONES CON PACTO DE RECOMPRA A LA VISTA

El recientemente creado sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado (1) ha sido objeto de pequeñas modificaciones durante el pasado trimestre.

Por una parte, una orden de 31 de julio de 1987 posibilita el acceso a la condición de entidad gestora a las entidades oficiales de crédito y a las cooperativas de crédito, aclarando que también la Confederación Española de Cajas de Ahorro puede acceder a tal condición, extremo éste último no suficientemente concretado en las disposiciones anteriores. Por tanto, pueden ser entidades gestoras las entidades oficiales de crédito, los bancos privados —incluido el Banco Exterior de España—, las cajas de ahorro confederadas, la Confederación Española de Cajas de Ahorro, la Caja Postal de Ahorros, las cooperativas de crédito, la sociedades mediadoras del mercado de dinero y las sociedades instrumentales de agentes mediadores colegiados.

Por otro lado, la misma disposición modifica la configuración de las operaciones con pacto de recompra a la vista, limitando su contenido a una simple opción del comprador-vendedor para anticipar la recompra y concretando la existencia de un verdadero compromiso de recompra al final del período convenido.

Independientemente de todo lo anterior, una orden de 22 de julio de 1987 ha liberalizado la compra de deuda del Estado materializada en anotaciones en cuenta por inversores extranjeros. Los pormenores de este tema se comentan en el epígrafe siguiente.

DEUDA DEL ESTADO: INVERSIONES EXTRANJERAS

El mercado de deuda del Estado configurado en torno al sistema de anotaciones en cuenta, carecía de una norma que concretara el acceso de inversores extranjeros al mismo, en desarrollo del RD 2077/1986, de 25 de septiembre, que reguló las inversiones extranjeras en España. La orden de 22 de julio de 1987 viene a cubrir esta laguna bajo una óptica liberalizadora.

Las operaciones de compraventa simple al contado de deuda del Estado realizadas por no resi-

(1) Véase: "Regulación financiera: segundo trimestre de 1987", en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1987, páginas 46 a 48.

dentes son libres, cualquiera que sea el mercado donde se efectúen e independientemente de que la deuda esté materializada en títulos-valores o en anotaciones en cuenta. No es necesaria, por tanto, la previa verificación administrativa de la Dirección General de Transacciones Exteriores ni la posterior declaración en el registro de inversiones extranjeras.

Por el contrario, las operaciones de compraventa simple a plazo y de compraventa con pacto de recompra —a fecha fija o a la vista— de deuda del Estado o de otros valores no podrán realizarse con no residentes.

Finalmente, se dispone que los no residentes titulares de deuda del Estado adquirida con aportación dineraria exterior gozarán del derecho de transferencia de los rendimientos y del producto de la enajenación de dicha deuda, en línea con lo establecido en el RD 2077/1986, de 25 de septiembre, que reglamentó las inversiones extranjeras en España.

ENTIDADES DELEGADAS: CUENTAS EXTRANJERAS EN PESETAS CONVERTIBLES

La OM de 23 de enero de 1981 estableció la normativa legal que ha venido regulando las cuentas extranjeras en pesetas convertibles. Posteriormente, la CBE 30/1985, de 26 de noviembre, sobre envío y recepción de billetes de banco españoles y extranjeros, modificó algunos aspectos de esta regulación. Por otra parte, la OM de 30 de enero de 1986 —al adaptar este tipo de cuentas al RD 1723/1985 que unificó y simplificó el sistema de cuentas extranjeras en pesetas— y la CBE 10/1986, de 14 de mayo, que la desarrolla, introdujeron nuevas variaciones en la regulación de estas cuentas. Recientemente, la OM de 13 de marzo de 1987, sobre movimientos de divisas por frontera, ha vuelto a modificar aspectos puntuales de esta normativa. Con la finalidad de recoger y actualizar todas estas modificaciones, unificando en un único texto la regulación de las cuentas extranjeras en pesetas convertibles, ha aparecido la OM de 26 de junio de 1987.

Este tipo de cuentas puede ser abierto por las entidades delegadas a favor de personas físicas o jurídicas no residentes. Los titulares deberán acreditar tal condición en el momento de la apertura de la cuenta, y, si se trata de una persona física, debe confirmarse, además, cada dos años. En el caso de que el titular no realice esta confirmación o de que cese en su condición de no residente, se habilita un plazo de tres meses para que la entidad delegada traspase el saldo de la cuenta a otra de pesetas ordinarias.

Las cuentas extranjeras en pesetas convertibles deben revestir la forma de cuentas acreedoras a la vista, de ahorro o a plazo, no siendo necesaria la previa autorización del Banco de España para su apertura. No podrán presentar saldo deudor, a excepción de descubiertos derivados del pago de créditos documentarios, y los tipos de interés abonables a las mismas pueden ser libremente pactados entre las entidades delegadas y sus clientes. No obstante, este último principio de libre fijación de los tipos de interés queda sujeto a las limitaciones temporales establecidas por la OM de 27 de abril de 1987, persistiendo la prohibición de remunerar a estas cuentas cuando su saldo medio sea superior a diez millones de pesetas (1).

La disposición del saldo de estas cuentas por el titular es libre, pudiendo convertir en divisas dicho saldo mediante su venta en el mercado español de divisas.

La OM limita los conceptos por los que las entidades delegadas pueden realizar abonos en las cuentas extranjeras sin autorización previa del Banco de España: producto de la venta por no residentes de divisas convertibles en el mercado español, tras-pasos procedentes de cuentas del mismo tipo, intereses devengados por la propia cuenta, producto de la venta de billetes extranjeros a las entidades delegadas por el titular de la cuenta, pagos de residentes a no residentes por cualquier concepto de balanza de pagos que sea transferible al exterior y montante de las remesas de billetes españoles recibidos por las entidades delegadas de sus corresponsales bancarios extranjeros titulares de cuenta extranjera en pesetas convertibles.

Por último, la OM faculta al Banco de España para dictar las normas necesarias para el desarrollo, ejecución y control de todo lo anterior.

ENTIDADES DELEGADAS: BILLETES ESPAÑOLES

La circular del Banco de España 30/1985, de 26 de noviembre, reguló el envío y recepción de billetes españoles a o de corresponsales bancarios extranjeros (2). Entre otras disposiciones, se indicaba que la salida de billetes remesados desde el territorio nacional y su entrada en España deberían efectuarse

(1) Véase "Regulación financiera: segundo trimestre de 1987", en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1987, páginas 54 y 55.

(2) Véase "Regulación financiera: cuarto trimestre de 1985", en *Boletín Económico* del Banco de España, enero de 1986, página 44.

obligatoriamente por las aduanas del aeropuerto de Barajas (Madrid), del aeropuerto de Prat de Llobregat (Barcelona) y —sólo para las remesas de billetes españoles procedentes de Andorra— de Farga de Moles (Lérida).

Un reciente acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España, de fecha 3 de julio de 1987, ha modificado parcialmente el texto de la CBE 30/1985, en el sentido de permitir que las remesas de billetes españoles con Gibraltar puedan efectuarse por la aduana de La Línea de la Concepción (Cádiz) y de concretar que la obligación para las entidades delegadas de comunicar con al menos tres horas de antelación a la salida del avión los envíos de remesas se circunscribe a las efectuadas por las aduanas de los aeropuertos de Barajas y Prat de Llobregat.

Ambas modificaciones entraron en vigor el pasado uno de agosto.

INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS EN ESPAÑA: REVOCACION DE CONDICIONES RESTRICTIVAS

La liberalización de las inversiones extranjeras en España que, exigida por la incorporación a la CE, se produjo en virtud del RDL 1265/1986, de 27 de junio, y el RD 2077/1986, de 25 de septiembre (1), ha llevado a una situación de discriminación para las empresas españolas que recibieron participación directa extranjera con anterioridad a las citadas disposiciones, ya que la toma de dicha participación exigía, en la anterior regulación, autorización administrativa previa, unida a la cual solían imponerse a la empresa española determinadas condiciones restrictivas, como limitaciones de objeto social, obligación de exportar un importe mínimo, límites a la importación, prohibición de pagos por transferencia de tecnología al socio inversor extranjero, etc.

Para terminar con esta situación, una orden de 2 de julio de 1987 revoca con carácter general todo este tipo de limitaciones. Lógicamente, se excluyen de la revocación las inversiones extranjeras no liberalizadas actualmente, tales como inversiones de gobiernos extranjeros, inversiones estratégicas en el sector de la defensa, y otras indicadas en el RD 2077/1986.

(1) Véase "Regulación financiera: segundo trimestre de 1986", en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1986, páginas 48 y 49, y "Regulación financiera: tercer trimestre de 1986", en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1986, páginas 27 y 28.

ENTIDADES ASEGURADORAS: INTERES TECNICO DEL RAMO DE VIDA

El desarrollo reglamentario de la ordenación del seguro privado, realizado por RD 1348/1985, de 1 de agosto (1), ha sido concretado en algunos de sus aspectos por una orden de 7 de septiembre de 1987. Así, por ejemplo, se han reclasificado los ramos, se han dictado reglas precisas para el cálculo de las provisiones (matemáticas, riesgos en curso, desviación de siniestralidad, etc.), se han aclarado procesos de cesión de cartera entre entidades, de fusión-escisión, de transformación, de liquidación o de agrupación transitoria, etc.

La novedad más relevante incorporada por la orden hace referencia al tipo de interés técnico o tipo de interés que deben garantizar las entidades a sus clientes con reservas patrimoniales derivadas de la existencia de un contrato de seguro de vida entre ambos. Hasta ahora, tal tipo de interés venía fijado en el 6 % por disposición legal. Con la nueva regulación, se pueden presentar tres situaciones: a) en los seguros con duración inferior a cinco años, el tipo de interés no podrá ser superior a la rentabilidad media esperada de las inversiones vinculadas a las provisiones técnicas del ramo; b) en los seguros con duración igual o superior a cinco años realizados por entidades aseguradoras cuyo patrimonio propio no comprometido y afecto al ramo de vida sea superior al quintuplo del margen de solvencia mínimo legal —establecido por los artículos 76,77 y 79 del RDL 1348/1985, de 1 de agosto—, regirá el mismo límite que en el apartado a); y c) en los seguros con duración igual o superior a cinco años realizados por entidades que no cumplan el requisito indicado en el apartado anterior, el tipo de interés no podrá superar el 6 %.

Por último, la orden concreta la posibilidad de acceso de las entidades aseguradoras del ramo de vida a la administración de fondos de pensiones.

20-X-1987.

(1) Véase "Regulación financiera: tercer trimestre de 1985", en *Boletín Económico* del Banco de España, octubre de 1985, páginas 60 y 61.

Información del Banco de España

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

Vigentes al 30 de septiembre 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
SIETE GRANDES												
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	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	17,55	16,50	17,55	16,50
ESPAÑOL DE CREDITO	15,92	14,50	17,83	16,75	25,06	23,00	25,06	23,00	17,83	16,75	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	15,32	14,00	16,99	16,00	26,00	24,50	26,84	24,50	16,42	15,50	16,99	16,00
SANTANDER	16,82	15,25	18,68	17,50	29,86	27,00	(7,71)	(7,50)	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	18,07	16,96	26,37	24,36	26,16	23,92	17,59	16,54	16,51	15,57
COMERCIALES												
ABEL MATUTES TORRES	14,13	13,00	15,55	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
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
ALICANTINO DE COMERCIO	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	17,74	16,00	18,11	17,00	24,32	23,00	(3,03)	(3,00)	19,82	18,50	16,99	16,00
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	16,71	15,75	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	15,32	14,00	16,99	16,00	26,00	24,50	26,84	24,50	16,42	15,50	16,99	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	15,61	14,25	18,11	17,00	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)	19,25	18,00	16,70	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	15,31	14,00	16,42	15,50	27,44	25,00	27,44	25,00	15,30	14,50	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	15,92	14,50	17,55	16,50	25,00	—	25,00	—	18,39	17,25	—	—
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	28,65	26,00	28,65	26,00	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	28,65	26,00	28,65	26,00	18,11	17,00	15,86	15,00
CREDITO E INVERSIONES	15,92	14,50	17,55	16,50	25,44	24,00	26,25	24,00	16,99	16,00	17,55	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	15,92	14,50	17,55	16,50	25,06	23,00	25,06	23,00	16,99	16,00	16,99	16,00
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	15,32	14,00	16,99	16,00	26,00	24,50	26,84	24,50	16,42	15,50	16,99	16,00
GENERAL	16,22	14,75	18,68	17,50	25,06	23,00	25,06	23,00	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	15,92	14,50	16,70	15,75	24,32	23,00	—	(5,00)	17,55	16,50	16,42	15,50
HUELVA	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	16,99	16,00	24,32	23,00	—	(5,00)	18,68	17,50	20,11	18,75
INVESTBANCO	15,92	14,50	17,55	16,50	22,71	21,00	22,71	21,00	17,55	16,50	16,42	15,50
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

(Continuación) 2

Vigentes al 30 de septiembre 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
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
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	25,06	23,00	25,06	23,00	19,25	18,00	17,83	16,75
MARCH	16,51	15,00	18,11	17,00	27,44	25,00	27,44	25,00	16,99	16,00	18,68	17,50
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	16,52	15,00	18,11	17,00	24,12	22,00	23,88	22,00	17,55	16,50	18,68	17,50
MERIDIONAL	17,13	15,50	18,68	17,50	28,65	26,00	28,65	26,00	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)	17,55	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	16,22	14,75	18,68	17,50	22,71	21,00	22,71	21,00	-	-	17,83	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	9,30	9,00	11,46	11,00	19,25	-	-	18,00	10,92	10,50	12,00	11,50
SABADELL	15,92	14,50	17,55	16,50	24,47	22,50	24,47	22,50	16,99	16,00	16,99	16,00
SANTANDER DE NEGOCIOS	-	-	18,68	17,50	22,10	21,00	21,55	20,00	19,39	18,13	16,99	16,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNABE	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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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
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
Media simple	15,79	14,46	17,42	16,45	26,22	24,36	26,28	24,18	17,55	16,50	17,01	16,02
INDUSTRIALES												
CATALA DE CREDIT	16,22	14,75	18,68	17,50	25,06	23,00	25,06	23,00	19,25	18,00	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	28,65	26,00	28,65	26,00	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	18,11	17,00	25,44	24,00	26,25	24,00	17,55	16,50	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	25,06	23,00	(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	16,42	15,50	18,11	17,00	27,44	25,00	-	(5,00)	17,68	16,50	17,27	16,25
NOROESTE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OCCIDENTAL	17,13	15,50	18,68	17,50	28,65	26,00	28,65	26,00	18,68	17,50	14,75	14,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	13,54	12,50	15,86	15,00	26,56	25,00	(2,00)	(2,00)	14,47	13,75	16,42	15,50
POPULAR INDUSTRIAL	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
Media simple	15,69	14,36	17,57	16,49	26,69	24,65	26,92	24,75	17,51	16,42	16,36	15,41

(Continuación) 3

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
EXTRANJEROS												
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 LAMBERT	13,54	—	13,65	—	23,88	—	23,88	—	—	—	—	—
CHASE MANHATTAN	15,92	14,50	18,68	17,50	29,33	26,00	(3,04)	(3,00)	18,11	17,00	—	—
CHEMICAL BANK	—	—	19,50	—	25,00	—	—	—	—	—	—	—
CITIBANK	15,61	14,25	18,11	17,00	25,06	23,00	(4,06)	(4,00)	19,25	18,00	16,70	15,75
COMERCIAL ITALIANA	—	—	18,40	17,25	—	25,00	—	(2,00)	20,97	19,50	—	—
COMMERZBANK	13,55	12,50	15,86	15,00	25,06	23,00	25,06	23,00	—	—	—	—
CONTINENTAL ILLINOIS	11,50	—	15,25	—	21,63	—	21,63	—	17,25	—	15,25	—
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 DE FRANCE ..	14,13	13,00	18,11	17,00	27,44	25,00	—	(2,00)	16,99	16,00	—	—
DEUTSCHE BANK	14,13	13,00	19,25	18,00	26,82	24,00	26,82	24,00	18,00	18,00	24,01	18,50
DRESDNER BANK	17,10	16,10	16,25	16,25	—	25,00	—	25,00	18,40	17,25	14,75	14,75
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	—	—	18,50	—	24,36	—	24,48	—	20,15	—	—	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	18,54	17,38	16,00	16,00	24,36	22,00	(4,06)	(4,00)	18,54	17,38	15,00	15,00
GB 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	19,82	17,68	19,25	18,00	28,39	25,00	28,39	25,00	19,82	18,50	17,55	16,50
MIDLAND BANK	—	—	20,40	19,00	—	22,00	—	(3,00)	20,40	19,00	20,40	19,00
MITSUBISHI BANK	—	—	19,25	18,00	25,22	22,50	(2,02)	(2,00)	20,97	19,50	—	—
mitsui bank	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
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	17,74	16,00	18,11	17,00	24,32	23,00	(3,03)	(3,00)	19,82	18,50	16,99	16,00
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 BANK OF 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	15,50	17,25	16,25	24,25	22,94	24,25	22,31	17,13	16,13	15,31	14,50
SOCIETE GENERALE	15,94	14,50	17,55	16,50	26,25	24,00	(3,42)	(3,00)	17,55	16,50	16,42	15,50
SUMITOMO BANK	—	—	22,13	20,05	—	20,00	—	(2,00)	21,55	20,00	—	—
TOKYO	—	—	19,25	18,00	24,32	23,00	(2,01)	(2,00)	20,97	19,50	—	—
<i>Media simple</i>	16,37	15,19	18,09	17,24	24,97	23,53	24,43	23,37	19,11	17,99	17,13	16,25
TOTAL												
<i>Media simple</i>	15,94	14,62	17,68	16,69	25,95	24,20	26,06	24,18	17,98	16,87	16,88	15,92

(Continuación) 4

Vigentes al 30 de septiembre de 1987

CAJAS DE AHORRO	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
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	12,96	12,00	14,93	14,00	21,55	20,00	21,55	20,00	14,37	10,50	14,93	14,00
ALMERIA	8,50	-	12,50	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
ANTEQUERA	11,80	11,00	11,30	11,00	23,21	22,00	23,21	22,00	-	-	13,65	13,00
ASTURIAS	14,42	-	13,75	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
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	-	-	17,83	16,75
BARCELONA PENSIONES	11,22	-	14,00	-	19,25	-	(2,02)	-	-	-	15,50	-
BILBAO MUNICIPAL	13,50	-	13,00	-	23,88	-	(3,00)	-	-	-	13,50	-
BURGOS CCO	11,79	-	10,50	-	18,81	-	19,25	-	-	-	-	-
BURGOS MUNICIPAL	12,37	11,50	11,19	10,75	18,81	18,00	19,25	18,00	-	-	13,65	13,00
CACERES	9,52	-	12,00	-	20,00	-	(2,00)	-	-	-	-	-
CADIZ	10,65	-	12,55	-	23,00	-	(4,00)	-	-	-	-	-
CAJA POSTAL	-	-	14,93	-	21,00	-	(2,00)	-	-	-	15,50	-
CANARIAS GENERAL	14,42	13,25	14,20	13,50	16,91	-	(4,00)	-	-	-	-	-
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	-	21,00	-	21,00	-	-	-	15,50	-
CECA	12,50	-	14,25	-	19,00	-	(2,00)	-	-	-	-	-
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	-	22,10	21,00	22,71	21,00	-	-	-	-
GALICIA	14,42	13,25	13,65	13,00	21,00	20,00	(4,00)	-	-	-	14,20	13,50
GERONA	12,95	12,00	13,64	13,00	21,00	20,00	21,55	20,00	-	-	-	-
GRANADA MONTE	12,96	-	14,00	-	23,21	-	(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	13,54	12,50	14,20	13,50	18,81	18,00	(2,01)	(2,00)	-	-	-	-
HUELVA	9,53	-	16,99	-	23,88	-	(2,02)	-	-	-	-	-
INMACULADA ARAGON	11,79	-	14,42	-	20,99	-	(5,09)	-	-	-	-	-
JAEN	11,79	11,00	14,75	14,00	22,71	21,00	22,71	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	10,37	9,75	14,19	13,50	20,39	19,00	(5,09)	(5,00)	13,64	13,00	14,75	14,00
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	13,50	15,03	14,25	21,00	20,00	(3,00)	-	-	-	-	-
ORENSE	9,52	9,00	13,37	12,75	22,10	21,00	(3,00)	-	-	-	14,75	14,00
PALENCIA	12,96	-	12,55	-	19,90	-	19,90	-	-	-	-	-
PAMPLONA MUNICIPAL	11,51	-	12,51	-	21,63	-	(2,08)	-	-	-	-	-

(Continuación) 5

Vigentes al 30 de septiembre de 1987

CAJAS DE AHORRO	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	
PLASENCIA	11,00	-	12,00	-	22,00	-	22,00	-	-	-	-	-	-
POLLENSA	13,50	-	14,50	-	22,00	-	22,00	-	-	-	-	-	-
PONTEVEDRA	10,09	9,50	15,03	14,25	22,00	-	22,00	-	-	-	14,20	13,50	-
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	-	-	-	-	-
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	12,95	-	13,50	-	18,81	-	(2,00)	-	-	-	-	-	-
SABADELL	14,72	13,50	14,75	14,00	23,88	22,00	(3,00)	-	-	-	15,59	14,75	-
SAGUNTO	11,22	-	14,19	-	21,00	-	(3,03)	-	-	-	-	-	-
SALAMANCA	9,52	-	11,00	-	19,90	-	(4,00)	-	-	-	-	-	-
SANTANDER	9,81	9,25	13,92	13,25	18,00	18,00	19,25	18,00	13,65	13,00	14,20	13,50	-
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	11,23	10,50	13,65	13,00	21,00	20,00	(5,09)	(5,00)	-	-	15,31	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	16,65	-	12,00	-	22,10	21,00	(3,00)	-	-	-	-	-	-
TORRENTE	9,53	-	12,55	-	20,45	-	(3,03)	-	-	-	-	-	-
VALENCIA	13,42	12,40	15,29	14,75	19,90	19,00	20,40	19,00	-	-	-	-	-
VALENCIA PROVINCIAL	12,00	-	13,00	-	19,50	-	(3,00)	-	-	-	-	-	-
VALLADOLID POPULAR	12,37	11,50	11,46	11,00	19,90	-	(4,00)	-	-	-	16,98	16,00	-
VALLADOLID PROVINCIAL	11,23	10,50	12,55	12,00	20,97	19,50	(4,06)	(4,00)	-	-	14,20	13,50	-
VIGO	11,23	10,50	14,48	13,75	23,21	22,00	23,88	22,00	11,50	11,50	14,75	14,00	-
VILLAFRANCA DEL PENEDES	12,50	-	12,50	-	22,71	-	(3,00)	-	-	-	-	-	-
VITORIA	12,50	-	13,00	-	21,00	-	(2,00)	-	-	-	14,00	-	-
VIZCAINA	11,79	-	13,65	-	18,81	-	(2,00)	-	12,55	-	14,93	-	-
ZAMORA	9,53	9,00	13,65	13,00	19,00	-	(5,00)	-	-	-	14,75	14,00	-
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	13,50	-	15,00	-	21,00	-	(4,00)	-	-	-	15,75	-	-
TOTAL													
<i>Media simple</i>	11,85	11,18	13,51	13,19	20,97	19,93	21,66	20,08	12,88	11,80	14,83	14,15	-

- (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

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 30 de septiembre de 1987 (Ref. Int. CV 15/87)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. 9.ª subasta de bonos del Estado.

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
18/87, de 26 de mayo	Anulación y sustitución de las páginas 2, 4 y 6.

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.

AGUSTIN MARAVALL

DESCOMPOSICION DE SERIES TEMPORALES, CON UNA APLICACION A LA OFERTA MONETARIA EN ESPAÑA: COMENTARIOS Y CONTESTACION.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8705

Este trabajo completa el Documento de Trabajo 8702, «Descomposición de series temporales: especificación, estimación e inferencia. (Con una aplicación a la oferta monetaria en España)». En este último se presentaba un método de estimación de componentes en series temporales, y en particular de desestacionalización, y se mostraba cómo podían analizarse los resultados y realizar inferencias. El método se aplicaba a la serie agregada de activos líquidos en manos del público. En el presente trabajo se incluyen los comentarios críticos al trabajo anterior de varios expertos, y la contestación del autor.