

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

diciembre 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.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M₃ + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (febrero).
- T₆¹ Tasa intersemestral de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Jun}_t}{\text{Dic}_{t-1}} \right)^2 - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (junio_t).
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (enero_t).
- 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).
- T₁¹² Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\left(\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Dic}_{t-1} + \dots + \text{Nov}_t} \right)^{12} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).
- T₁₂¹² Tasa interanual de variación de una serie mensual formada por medias móviles anuales $\left[\frac{\text{Ene}_t + \dots + \text{Dic}_t}{\text{Ene}_{t-1} + \dots + \text{Dic}_{t-1}} - 1 \right] \cdot 100$. Centrada en el último mes considerado en su cálculo (diciembre_t).

Advertencias

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

Indice

Página

4	Evolución monetaria
9	Panorama económico internacional
13	La economía española en 1987
31	Resultados de la Central de Balances 1986
37	Información del Banco de España
38	Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en noviembre de 1987
39	Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España
41	Indicadores económicos

Evolución monetaria

Según cifras provisionales, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en noviembre un 14 %, en tasa intermensual elevada a anual. Este ritmo de expansión, inferior al registrado en octubre, coincide aproximadamente con el crecimiento acumulado del año, que se sitúa, a falta del mes de diciembre, en el 14,3 %.

Si se analiza el crecimiento de los ALP por componentes se observa que ha continuado, en noviembre, el proceso de sustitución de depósitos del sistema bancario por títulos emitidos por el Estado. Los depósitos en la banca disminuyeron un 8 %, en tasa intermensual elevada a anual, mientras que los de las cajas se mantuvieron muy estables. Por el contrario, la principal fuente del crecimiento monetario en noviembre fue el saldo de letras del Tesoro en manos del público –que experimentó un aumento de 371 m.m., en medias mensuales– mientras el saldo de pagarés del Tesoro en manos del público disminuyó en 50 m.m., y las cesiones temporales de deuda pública crecieron moderadamente (24 m.m.).

Respecto a la evolución de las contrapartidas de ALP en noviembre, las cifras provisionales disponibles apuntan a una notable moderación del crédito interno concedido a empresas y familias, que habría crecido en torno al 6,5 %. Ello puede ser consecuencia, en parte, de una lógica compensación del ritmo de expansión anormalmente alto de los dos meses anteriores (cuadro 2), así como del efecto de la crisis bursátil desencadenada en la segunda mitad de octubre. Pese a la moderación experimentada por

1. Agregados monetarios (∅) (*)

	Saldos m.m.	Variación intermensual (T _i) %			Variación acumulada desde DIC de 1986 %		
		NOV (p)	SEP	OCT	NOV (p)	SEP	OCT	NOV (p)
Activos líquidos en manos del público (ALP)	31.977	14,3	18,9	13,0	13,9	14,4	14,3
Disponibilidades líquidas (M ₃)	23.615	3,4	2,1	-1,3	7,8	7,2	6,4
<i>Efectivo</i>	2.589	16,5	24,1	20,9	12,1	13,2	13,9
<i>Depósitos de la banca</i>	10.573	-3,2	-5,9	-9,3	5,2	4,0	2,7
<i>Depósitos de las cajas</i>	9.152	6,3	4,3	1,5	9,9	9,3	8,6
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.302	17,7	18,6	7,8	7,8	9,0	8,8
Otros activos líquidos	8.362	56,6	88,3	66,8	37,4	41,8	43,9
<i>Títulos públicos (b)</i>	5.375	78,2	138,4	117,2	45,6	53,0	58,3
<i>Otros activos (c)</i>	2.988	27,6	27,7	5,2	25,5	25,1	23,5

(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 Estadístico*, 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 %		
		NOV (p)	SEP	OCT	NOV (p)	SEP	OCT	NOV (p)
Financiación total	23.773,1	23,9	21,6	6,5	14,1	14,8	14,0
Crédito	22.179,2	27,2	22,8	7,0	16,2	16,9	15,9
<i>Banca</i>	13.075,3	29,0	23,4	5,3	14,3	15,2	14,3
<i>Cajas</i>	5.895,3	31,9	32,8	9,7	24,1	24,9	23,4
<i>Resto</i>	3.209,1	12,4	4,4	9,5	11,1	10,4	10,3
Valores y mercados monetarios	1.593,9	-9,9	7,5	-	-7,3	-5,9	-5,4

(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: NOV		
			SEP	OCT	NOV	1	2	3
BANCO DE ESPAÑA:								
Préstamos de regulación monetaria	1 d.	11,7	17,4	15,9	14,5	14,5	14,5	14,5
Intervención con deuda	7 d.	-	-	-	-	-	-	-
	3 m.	-	16,5	15,6	14,0	14,2	14,0	13,8
TESORO:								
Subasta de pagarés	18 m.	8,0	-	8,0	8,0	8,0	8,0	-
Subasta de letras	12 m.	-	14,9	14,2	13,0	-	13,0	12,9
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d.	11,8	17,5	16,2	14,6	14,6	14,6	14,6
	3 m.	11,8	16,9	15,8	14,4	14,2	14,4	14,6
	6 m.	11,5	16,3	15,6	14,3	14,1	14,3	14,5
Dobles con letras del Tesoro	3 m.	-	16,3	15,3	13,8	14,0	13,8	13,7
	6 m.	-	15,3	14,6	-	-	-	-
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m.	8,0	6,8	7,9	7,2	7,5	7,0	6,9
	6 m.	7,8	7,2	7,5	7,3	-	7,3	-
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m.	-	12,8	14,2	12,9	13,5	12,9	12,8
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1 a.	8,8	9,5	9,5	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1 a.	8,9	9,1	9,0	...	...	...	...
Crédito de la banca								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a.	14,4	17,7	17,6	...	...	...	...
<i>A interés variable</i>		12,4	18,6	17,2	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	1 a.	14,2	16,7	16,5	...	...	...	...
Crédito de las cajas a interés fijo	1-3 a.	14,7	16,3	16,0	...	...	...	...
RENTABILIDADES BURSATILES:								
Deuda pública	2 a. o más	10,4	14,3	14,2	13,3	...	...	...
Obligaciones eléctricas	3 a. o más	13,4	17,4	17,4	17,1	...	...	...

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

el crédito interno a empresas y familias en noviembre, el ritmo de crecimiento acumulado de este agregado se sitúa, en dicho mes, en el 14 %, muy por encima de las previsiones iniciales. En cuanto a la financiación concedida a las Administraciones Públicas por el sistema crediticio y los mercados monetarios, se estima que su ritmo de crecimiento acumulado en noviembre podría situarse alrededor del 12 %. Por último, la contribución del sector exterior al crecimiento de los ALP se ha moderado notablemente en noviembre, pudiendo estimarse que el efecto conjunto de las variaciones de la posición activa neta frente al exterior del Banco de España y el sistema bancario habría sido prácticamente nulo.

Los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios prosiguieron, en noviembre, la tendencia descendente registrada en los meses anteriores. En términos de medias mensuales, el descenso entre octubre y noviembre fue de alrededor de 1,5 puntos en los tipos practicados en operaciones

4. Tipos de interés extranjeros (∅)

%

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

(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 (∅)

	Situación en NOV 1987	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1986		
		SEP	OCT	NOV	SEP	OCT	NOV
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,68	-2,4	-0,6	-6,6	-9,1	-9,6	-15,6
Yen	135,28	-3,0	0,1	-5,6	-11,9	-11,8	-16,7
Países desarrollados (b)	96,59	-2,3	-0,5	-3,8	-8,5	-8,9	-12,4
De la peseta frente a:							
Dólar	113,18	3,6	2,4	4,7	11,0	13,7	19,0
Franco suizo	81,88	1,1	1,9	-3,2	-0,1	1,9	-1,4
Marco	67,28	1,0	1,8	-2,2	0,9	2,7	0,4
Yen	83,66	0,5	2,5	-1,1	-2,1	0,3	-0,9
Libra esterlina	200,84	0,6	1,4	-2,0	-3,2	-1,9	-3,8
Franco francés	19,81	1,1	1,8	-0,6	2,7	4,6	4,0
CEE (b)	75,79 (d)	0,9	1,8	-1,4	1,5	3,2	1,8
Países desarrollados (b)	71,99 (d)	1,5	1,9	-0,1	3,2	5,2	5,0
Principales acreedores (e)	55,34 (c)	1,9	2,2	0,5	2,7	5,0	5,5
TIPOS DE CAMBIO REALES (f)							
De la peseta frente a:							
Dólar	... (d)	4,0	2,6	...	10,8	13,7	...
CEE (b)	103,15 (d)	1,7	2,0	-0,2	3,2	5,2	5,0
Países desarrollados (b)	98,06 (d)	2,2	2,1	-0,1	4,4	6,6	6,6

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

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: ∅ 1980/82=100.

(d) Índice base: ∅ 1980=100.

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

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

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

6. Intervención del Banco de España

m.m.

	NOV 1987	1987			NOV 1987		
		SEP	OCT	NOV	1 dec	2 dec	3 dec
	Saldo a fin de mes	Variaciones absolutas (a)					
Activos de caja	3.934	-349	-297	74	441	-396	29
CONTRAPARTIDAS:							
Efectivo (b)	-2.881	20	4	-25	-36	91	-80
Otros factores	4.809	403	-708	-191	-113	-228	150
Sector exterior	3.471	210	30	-82	-95	36	-22
Sector público	464	16	-1.124	-239	69	-189	-119
Otros fondos públicos	657	9	-190	9	-1	0	10
Cuentas diversas (b)	-217	-168	-576	-121	86	75	-281
Operaciones con las instituciones financieras	2.006	-772	407	290	590	-259	-41
Préstamos de regulación	591	-684	377	214	506	-162	-129
Cartera de pagarés del Tesoro y letras	1.647	-15	439	-30	-3	-27	0
Cesiones temporales letras (b)	-1.035	-60	-428	110	90	13	6
Otros	803	-13	19	-4	-3	-83	82
Niveles medios en porcentajes							
EXCEDENTES DE CAJA (c):							
Sistema bancario	-	0,010	0,004	0,046	0,044	0,058	0,038
Banca	-	-0,003	-0,009	0,063	0,066	0,086	0,046
Cajas	-	0,025	0,018	0,025	0,019	0,026	0,030

(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.

con depósitos en los plazos más cortos —hasta 3 meses. No obstante, cabe señalar que este descenso se concentró en los primeros días del mes, mientras que, a lo largo del mismo, los tipos se mantuvieron muy estables, en línea con el tipo de los préstamos de regulación monetaria que, tras situarse en el 14,5 % el último día de octubre, se mantuvo en este nivel durante todo el mes de noviembre. El Banco de España, aunque mantuvo el nivel de tipo de interés en los préstamos de regulación monetaria, prosiguió la política de descenso de tipos a través de las reducciones practicadas en las cesiones temporales de letras a 3 meses, cuyo tipo descendió 1,5 puntos en términos de medias mensuales, y se situó en el 13,75 % al cierre de noviembre. En los primeros días de diciembre ha tenido lugar un nuevo impulso al descenso de los tipos de interés -0,5 puntos en los préstamos de regulación monetaria, y descensos similares en el interbancario a los plazos más cortos—, en consonancia con la política practicada por los países del SME con el fin de paliar la debilidad del dólar en los mercados de divisas.

En efecto, en los primeros días de diciembre se produjo una ampliación del diferencial de intereses entre el dólar y el resto de las principales divisas, aunque las cifras del cuadro adjunto (cuadro 4), elaborado con las medias mensuales hasta noviembre, lo que reflejan es un descenso generalizado de los tipos de las principales divisas en el euromercado, incluido el dólar (0,9 puntos), que se ha traducido en una caída del 0,7 puntos en la media ponderada de los seis principales países. Dado que el descenso en los tipos de interés nacionales superó, en medias mensuales, el experimentado por los tipos exteriores, el diferencial descubierto en favor de la peseta continuó reduciéndose en noviembre, pasando de 9,8 a 8,8 puntos, nivel todavía excesivamente elevado, pero inferior en casi 8 puntos al máximo alcanzado en mayo.

Respecto a los tipos de cambio de las principales divisas, continuó en noviembre la tendencia a la depreciación del dólar, sin que los esfuerzos de coordinación y la intervención de los principales bancos

centrales fueran capaces de alterar significativamente las expectativas del público, en un entorno de profundos desequilibrios entre las balanzas de pagos de los principales países y escasa confianza en las posibilidades de un ajuste de éstos a un plazo razonable. En este contexto, dominado por las tensiones entre el dólar y el marco, la peseta se mantuvo en una posición intermedia, apreciándose un 4,7 % frente al dólar y depreciándose un 2,2 % frente a la divisa alemana, ambas tasas en términos de medias mensuales. El índice del tipo de cambio efectivo de la peseta frente a la CEE descendió un 1,4 % (cuadro 5).

La intervención del Banco de España para regular la evolución de los activos de caja se caracterizó por una presencia más continua en el mercado, concediendo préstamos de regulación monetaria la mayor parte de los días del mes, e interviniendo periódicamente, en sentido contrario, mediante cesiones temporales de letras del Tesoro. La evolución de los factores autónomos de creación de activos de caja fue contractiva, uniéndose a la disminución del recurso del Tesoro al Banco de España característica de los últimos meses (como consecuencia de las fuertes colocaciones de deuda a corto plazo fuera del Banco de España) un cambio de tendencia en la evolución de las reservas centrales, que se reflejó en una contribución negativa del sector exterior al crecimiento de los activos de caja (cuadro 6).

28-XII-87.

Panorama económico internacional

En esta nota se recogen las últimas previsiones de la OCDE para la economía internacional en 1988.

Las perspectivas de la economía internacional en el futuro más inmediato están sujetas a una gran incertidumbre. Las consecuencias de la crisis desencadenada a mediados del mes de octubre en los mercados de valores de todo el mundo, con fuertes caídas en las cotizaciones, y de la posterior depreciación del dólar, resultan difíciles de valorar en este momento, cuando los mercados no han recobrado aún su estabilidad; y será difícil que lo hagan mientras no se den pasos significativos hacia la corrección de los desequilibrios que, presumiblemente, han forzado esta situación.

En efecto, la reciente volatilidad de los mercados de valores y de cambios es una consecuencia de las graves tensiones generadas por los desequilibrios de balanza de pagos entre los principales países desarrollados. Las diferentes tasas de crecimiento experimentadas por estos países durante la década de 1980 han situado a los Estados Unidos en un déficit por cuenta corriente de magnitud considerable —originado tanto en la fuerte expansión de sus importaciones durante esos años, como en las necesidades de financiación de su déficit fiscal—, cuya contrapartida son los grandes superávits registrados por otras economías, especialmente las de la República Federal de Alemania y Japón. Las fuerzas correctoras de estos desequilibrios comenzaron a operar a partir de 1985, cuando se inició un movimiento a la baja del dólar que fue apoyado, a partir de septiembre de dicho año, por acuerdos de coordinación de las políticas económicas firmados entre las autoridades de los principales países industriales. Sin embargo, la depreciación de la moneda americana no ha sido suficiente, hasta el momento, para modificar de forma significativa los saldos por cuenta corriente de esos países. Por un lado, los flujos comerciales reaccionaron con mucha lentitud a los movimientos en los tipos de cambio; por otro, el apoyo de las autoridades de los distintos países se limitó, en general, a intervenciones en los mercados de cambios, sin mostrar una voluntad decidida por llevar a cabo en sus respectivos países los cambios de política económica que pudiesen facilitar los ajustes de los pagos exteriores. Estas medidas de política económica, que incluyen la reducción del déficit fiscal en Estados Unidos y el estímulo de la demanda interna en los restantes países, en especial Alemania y Japón, que tomarían el relevo como motores de la economía mundial creando una demanda exterior para los productos norteamericanos, han figurado en los sucesivos acuerdos de cooperación pero no se han llegado a aplicar seriamente —cabe mencionar aquí la

excepción de Japón en los meses más recientes, en los que ha conseguido una expansión importante de su demanda interna.

En esta situación de desequilibrios persistentes, la firma por los siete grandes países de los acuerdos del Louvre, a principios de 1987, con el fin de estabilizar el dólar en los niveles entonces alcanzados, no hizo sino inducir periódicas compras de esta moneda por parte de los principales bancos centrales, con grave riesgo para el seguimiento de sus políticas monetarias. La publicación de las cifras sucesivas de comercio exterior de Estados Unidos, mostrando la permanencia del déficit exterior americano, terminó por hacer bien patente la inviabilidad de los niveles a los que se intentaba sostener el dólar y su inconsistencia con las políticas económicas llevadas a cabo en los distintos países. Se generó así una crisis de confianza en los mercados que se manifestó en los bruscos descensos experimentados por las cotizaciones bursátiles durante el pasado mes de octubre —que arrastraban problemas propios de sobrevaloración, en muchos casos— y en la inestabilidad continuada de los tipos de cambio desde entonces.

Los efectos de esta crisis son difíciles de valorar y dependen, en gran parte, de la respuesta de política económica que den las autoridades de los distintos países; pero, en principio, y sin prejuzgar esa respuesta, es previsible un impacto directo sobre el nivel de actividad. Por un lado, cabría esperar una cierta desaceleración de la demanda de consumo en Estados Unidos como consecuencia del menor valor de la riqueza detentada en acciones por los consumidores. Este efecto sería poco importante en el resto de los países, donde las acciones son una parte pequeña del stock de riqueza. También cabría esperar que la crisis afectara a la confianza de consumidores e inversores en la situación económica, reflejándose en unos menores planes de gasto. Por último, la desaceleración más o menos intensa de la demanda interna en los países sometidos a estos efectos se transmitiría al resto de las economías a través de un menor crecimiento de sus mercados de exportación, y del comercio mundial, en general, así como a través de ajustes en los tipos de cambio.

Las previsiones sobre la evolución de la economía mundial en los próximos meses ya están siendo revisadas para tener en cuenta este impacto negativo en el nivel de actividad. En el cuadro 1 aparecen las previsiones de la OCDE antes y después de la crisis bursátil. Como se observa en el cuadro, inicialmente se esperaba que, tras crecer un 2,8 % en 1987, el PIB del conjunto de países de la OCDE experimentara un crecimiento inferior, pero estable, en torno al 2,5 %, en los próximos dos años. Por países, el crecimiento

del producto en Japón y, en menor medida, en Estados Unidos, se situaba por encima de la media, mientras que los países europeos volvían a caer en tasas en torno al 2,0 %, insuficientes para dar solución a sus problemas de empleo. En cuanto a la aportación del sector exterior, se preveía que esta fuera positiva en Estados Unidos, con un menor crecimiento de la demanda interna que del producto, y positiva en Japón y en Europa. Se esperaba también que, tras la paralización del proceso de desaceleración de precios en 1987, la inflación se mantuviera en tasas más elevadas, pero no crecientes, a lo largo del período de previsión. Por último, se apuntaba hacia una desaceleración del crecimiento del empleo, con un ligero aumento del desempleo en Europa y una caída en Estados Unidos.

El cambio producido en estas previsiones al tener en cuenta tanto los efectos de la crisis a través de los mecanismos antes mencionados, como los de los menores tipos de interés, resultado de la inyección de liquidez con que las autoridades respondieron en un primer momento al colapso bursátil, afecta a los años 1988 y 1989, pero no a 1987. La revisión a la baja en la tasa de crecimiento del producto en la OCDE es algo inferior al medio punto en 1988, y cercana a los 3/4 de punto en 1989. Por países, destaca el acusado descenso en el crecimiento esperado en Estados Unidos que, en 1989, sería solo del 1,8 % frente al 2,5 % previsto con anterioridad. La demanda interna se ve afectada por la crisis en mayor medida que el producto en este país, al contrario que en Europa y Japón, donde son más importantes los efectos derivados del menor crecimiento de la demanda externa. El desempleo es más elevado como consecuencia del descenso en el nivel general de actividad, y la inflación esperada es menor, particularmente en Estados Unidos. Por lo que a los saldos por cuenta corriente se refiere, se estima que la balanza americana se vería favorecida por la crisis a partir de la segunda mitad de 1988, mientras que las de Japón y Alemania, tras experimentar mayores superávits en 1988 como resultado del efecto J, empezarían a registrar los efectos negativos de la reciente apreciación de sus monedas en la segunda mitad de 1989. El saldo por cuenta corriente del resto de los países europeos empeoraría con mayor rapidez. Por último, el comercio mundial se verá negativamente afectado por el descenso en el nivel de actividad de los países de la OCDE, reduciéndose su tasa de crecimiento en torno a un cuarto de punto en 1988 y en más de un punto en 1989.

Para valorar adecuadamente el cambio en las previsiones deben tenerse en cuenta los supuestos técnicos que incorporan, esto es, tipos de cambio fijos al nivel alcanzado en el momento de realizarlas y

**Perspectivas para la economía internacional.
Principales macromagnitudes**

Tasas de variación y miles de millones de dólares

	1986	1987	1988		1989	
			(a)	(b)	(a)	(b)
PIB/PNB						
Estados Unidos	2,9	2,8	2,8	2,5	2,5	1,8
Japón	2,4	3,5	3,8	3,5	3,5	3,0
Alemania	2,5	1,5	1,8	1,5	1,5	1,3
OCDE Europa	2,7	2,3	2,0	1,8	2,0	1,5
OCDE	2,8	2,8	2,5	2,3	2,5	1,8
Demanda interna						
Estados Unidos	3,9	2,0	1,8	1,0	2,0	1,0
Japón	4,0	4,3	4,3	4,0	3,5	3,3
Alemania	3,7	2,5	2,3	2,3	2,0	2,0
OCDE Europa	4,0	3,3	2,5	2,5	2,3	2,0
OCDE	3,8	2,8	2,5	2,0	2,3	1,8
Deflactor PIB/PNB						
Estados Unidos	2,6	3,0	4,3	3,5	4,8	3,8
Japón	1,8	-0,3	1,0	1,0	1,8	1,5
Alemania	3,1	2,5	1,8	1,8	1,8	1,8
OCDE Europa	5,5	4,3	4,3	...	4,0	...
OCDE	3,8	3,3	3,8	3,5	4,0	3,5
Balanza por cuenta corriente (c)						
Estados Unidos	-141,3	-156	-135	-134	-125	-105
Japón	85,8	86	78	81	85	79
Alemania	37,1	44	35	41	32	32
OCDE	-22,8	-46	-51	-50	-48	-43
OPEP	-34,0	-7	-7	-6	-4	-4
Países en desarrollo no exportadores de petróleo	-10,1	12	4	15	-	6
Comercio mundial	4,5	3,8	4,8	4,5	4,8	3,5

(a) Previsiones anteriores a la crisis brusátil. Tipos de cambio al nivel del 1 de septiembre de 1987.

(b) Previsiones posteriores a la crisis brusátil. Tipos de cambio al nivel del 10 de noviembre de 1987.

(c) En miles de millones de dólares.

Fuente: OCDE.

mantenimiento de las políticas económicas. Estos supuestos resultan particularmente insatisfactorios en situaciones como la actual, cuando el mantenimiento de las políticas económicas tal como se han venido desarrollando hasta ahora resulta inconsistente con la inmovilidad de los tipos de cambio. De hecho, el dólar se ha depreciado sustancialmente desde el 10 de noviembre, fecha tomada por la OCDE para mantener fijos los tipos de cambio en su previsión posterior a la crisis. La continua caída del dólar y los recientes acontecimientos en el mercado del petróleo hacen pensar, por ejemplo, que el crecimiento del comercio mundial puede ser más reducido aún que lo apuntado en estas últimas previsiones debido a una mayor contracción de la demanda de importaciones de la OPEP, si bien es cierto que el efecto expansivo de este mismo hecho en

otras áreas también ha de ser considerado. Todo ello añade un elemento adicional de incertidumbre en el panorama económico internacional.

Como se ha señalado antes, la primera reacción de las autoridades económicas ante el desencadenamiento de la crisis fue la provisión de liquidez a los mercados para atender a la mayor demanda generada en ese sentido. La expansión de los agregados monetarios inducida de esta forma puede crear problemas en el futuro, cuando sea necesario reabsorber el exceso de liquidez para no generar expectativas inflacionistas. Esto supone un riesgo de que las previsiones de crecimiento de los precios, que mejoran en el escenario posterior a la crisis como resultado del menor nivel de actividad, resulten demasiado optimistas.

Sin embargo, las actuaciones de política monetaria en el sentido de otorgar una mayor liquidez solo pueden ser una solución transitoria. La crisis no es un fenómeno acabado, puesto que los mercados muestran todavía signos de desconcierto y falta de confianza, y su cierre solo puede provenir de una actuación coordinada de las autoridades de los principales países y de la adopción de medidas encaminadas a solucionar los desequilibrios de fondo que aquejan a la economía mundial. En particular, la corrección del desfase entre el ahorro interno y la inversión en la economía americana es de gran importancia. Por ello, la reducción del déficit fiscal se ha convertido en símbolo de la voluntad de las autoridades americanas por cooperar en la salida de la crisis con el resto de los países. Esta salida, sin embargo, no es responsabilidad única de Estados Unidos. Igualmente urgente resulta una reactivación en el resto de los países desarrollados, siguiendo el ejemplo de Japón cuyas autoridades han conseguido que la demanda interna crezca a tasas elevadas en 1987, pero las perspectivas en este sentido son poco prometedoras. El reciente paquete de medidas reactivadoras aprobado por las autoridades alemanas parece totalmente insuficiente para sacar a esta economía de las bajas tasas de crecimiento en que se ha instalado, en un cuadro de previsiones demográficas declinantes. En general, las expectativas de crecimiento en Europa resultan decepcionantes, y señalan la necesidad de una actuación conjunta de los países europeos para generar un crecimiento sólido y autónomo de sus economías que mejore las perspectivas de empleo y eleve el clima de confianza.

En resumen, los mercados financieros siguen demandando un ajuste que se base menos en las variaciones de los tipos de cambio y más en la implantación de unas políticas económicas adecuadas en los distintos países, aunque esto no excluya la necesidad de que continúe, de forma controlada, la depreciación del dólar. Hasta el momento, sin embargo, las autoridades de los principales países no han logrado responder a las expectativas de los mercados. Es cierto que la crisis no parece estar afectando al nivel de actividad como se temía en un principio, al menos en Estados Unidos, pero la indefinición de la política económica perpetúa la caída del dólar. Esta situación puede degenerar en un círculo vicioso en el que la propia depreciación de la moneda americana y el encarecimiento consiguiente del yen y del marco dificultan, a través de los efectos J, los ajustes de los desequilibrios exteriores que los originan, alentando la incertidumbre en los mercados y generando movimientos adicionales de los tipos de cambio en el mismo sentido. El acuerdo del grupo de los siete mayores países industrializados, dado a conocer el

23 de diciembre, parece haber dado paso únicamente a intervenciones concertadas en los mercados de cambios, sin modificaciones sustanciales en el diseño de las políticas económicas. Su efectividad, por tanto, está resultando escasa.

24-XII-1987.

La economía española en 1987

La información disponible sobre la evolución de la actividad económica en el año 1987 abarca, en el momento de redactarse este informe, los tres primeros trimestres del año, aproximadamente. Todos los indicadores confirman el vigor de la demanda nacional, basado en crecimientos elevados del consumo privado y público y en aumentos extraordinarios de la formación bruta de capital. Una parte importante del incremento de la demanda final —las exportaciones de bienes y servicios presentan un crecimiento más moderado, pero considerable— se ha trasladado a la importación de bienes y servicios procedentes del resto del mundo, en especial bienes de carácter no energético, lo que ha motivado un fuerte deterioro de la balanza comercial, pese a lo cual, la balanza por cuenta corriente se prevé cierre el año con superávit. El incremento de la producción interior también está siendo, en cualquier caso, elevado, muy por encima del alcanzado en los países de nuestro entorno económico.

Como consecuencia de esta evolución, avalada, como se ha dicho, por todos los indicadores disponibles, el aumento del empleo será, por segundo año consecutivo, apreciable. En el frente de los precios, aunque parece factible que se alcance el objetivo previsto de una tasa de inflación próxima al 5 %, las irregularidades de algunos componentes del índice de precios al consumo —en especial, los alimentos no elaborados—, ocultan la resistencia a la desaceleración que muestra el núcleo básico inflacionista de la economía española: los servicios y los bienes elaborados no energéticos.

No se dispone, prácticamente, de información relevante alguna que permita cuantificar la incidencia de la crisis reciente de los mercados de valores y de cambios sobre las variables básicas de la economía. La incertidumbre es la nota característica en la economía mundial ante las vacilaciones mostradas por los distintos países para hacer frente a los desequilibrios de los mercados, acrecentada, recientemente, por la caída en el precio del crudo de petróleo más allá de lo previsto. Es obvio, en cualquier caso, que las consecuencias de la crisis no afectarán de modo significativo a las previsiones que, desde el momento actual, se hagan sobre los resultados económicos del año 1987, pero los acontecimientos de octubre tendrán un efecto negativo en 1988 sobre la economía internacional y, por tanto, sobre la economía española.

La estimación provisional realizada por el Banco de España supone que, en 1987, el Producto Interior Bruto registrará una tasa de aumento estimada, prudentemente, en el 4,5 %, con un crecimiento de la

1. Principales agregados macroeconómicos

	Tasas de variación real		Aportación al crecimiento del PIB	
	1986	1987	1986	1987
Consumo privado	4,0	4,4	2,6	2,8
Consumo público	6,0	9,5	0,9	1,3
Formación bruta de capital	14,3	14,3	2,7	2,9
Demanda nacional	6,3	7,2	6,2	7,0
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	4,1	0,3	0,8
Importaciones de bienes y servicios	14,9	18,8	-3,2	-3,3
Producto interior bruto	3,3	4,5	3,3	4,5

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

demanda nacional del 7,2 % y una aportación negativa del saldo neto exterior de -2,5 puntos porcentuales.

1. DEMANDA, ACTIVIDAD Y EMPLEO

1.1. Demanda nacional

La información relativa a los indicadores disponibles sobre la evolución del *consumo privado* muestra de forma unánime el crecimiento de esta variable, superior al previsto en la primera parte del año. Tanto los datos sobre matriculación de automóviles -muy retrasados, pero corroborados por los datos de los expertos del sector sobre volumen de ventas- como el componente correspondiente del

2. Indicadores de consumo privado. Tasas de variación

	Matriculación automóviles	Índice de producción industrial
Tasas anuales		
1985/1984	10,1	1,1
1986/1985	19,8	3,3
1987/1986 (a)	59,3 (MAY)	6,7 (SEP)
Tasas respecto a igual trimestre año anterior		
1986		
I TR	-8,9	-1,3
II TR	29,8	7,2
III TR	30,1	2,4
IV TR	27,2	4,9
1987		
I TR	68,5	7,2
II TR (a)	39,2 (MAY)	3,7
III TR	...	9,5 (SEP)

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

Fuente: INE, DGA, DGT y BE.

Índice de Producción Industrial (recogido en el cuadro 2) avalan esta afirmación. El crecimiento de la producción resulta especialmente significativo cuando viene acompañado, como en este caso, por tasas de variación muy elevadas en la importación de este tipo de bienes, superior al 50 %, y con crecimientos, por el contrario, moderados, en la exportación.

De acuerdo con toda esta información, la estimación realizada sobre el crecimiento del consumo privado en el año actual, del 4,4 %, se considera un límite inferior.

Desde el punto de vista de la renta disponible para financiar el gasto de consumo destaca, en primer lugar, la desaceleración registrada en los salarios nominales: desde el 9,3 %, en 1986, hasta el 7,5 %, aproximadamente, en 1987. Esta desaceleración ha estado acompañada por un aumento del empleo, que en los tres primeros trimestres del año y en relación con igual período del año anterior -para el colectivo de empleo asalariado-, ha sido del 4 %. Parece, pues, que en 1987, la remuneración de los asalariados en términos reales tendrá un incremento importante, superior al 5 %. Sobre esta capacidad de gasto ha venido a incidir una actuación del sector público que, desde el punto de vista redistributivo, ha sido contractiva, sobre todo por el aumento de la recaudación impositiva directa. Los incrementos de renta disponible corriente y las fuertes ganancias de riqueza generadas en los mercados de valores aparecen ligados a aumentos importantes del consumo, en especial de bienes de consumo duradero -el crecimiento del crédito al consumo así lo refleja-, con el consiguiente descenso de la propensión al ahorro medida sobre la renta disponible.

Aunque, como se acaba de decir, la actuación indirecta del sector público sobre la capacidad de gasto de consumo ha sido negativa, su incidencia directa, vía *consumo público*, será, previsiblemente, muy expansiva. La estimación realizada supone una tasa de variación nominal del 15 % -9,5 % en términos reales-, lo que debe considerarse una estimación prudente, a la vista de que las previsiones de liquidación del ejercicio.

Todos los indicadores disponibles sobre la *inversión en bienes de equipo* en el año 1987 muestran el extraordinario dinamismo de esta variable: las encuestas de opiniones, los componentes del IPI sobre producción de maquinaria y material de transporte, las matriculaciones de vehículos industriales y las importaciones ofrecen, sin excepción, tasas de variación muy elevadas. Destaca el incremento real de la importación de bienes de equipo, superior al 40 %

3. Indicadores de inversión en bienes de equipo. Tasas de variación

	Matriculación de vehículos de carga	Índice de producción industrial	
		Material transporte	Maquinaria
Tasas anuales			
1985/1984	24,5	9,5	7,1
1986/1985	22,7	20,7	8,7
1987/1986 (a)	43,7 (MAY)	14,3 (SEP)	14,9 (SEP)
Tasas respecto a igual trimestre año anterior			
1986			
I TR	2,7	26,6	2,7
II TR	37,2	38,6	11,2
III TR	31,2	20,6	16,2
IV TR	21,8	3,6	6,1
1987			
I TR	55,9	6,5	16,1
II TR	28,9	10,4	16,2
III TR (a)	29,2 (MAY)	28,8 (SEP)	12,2 (SEP)

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

Fuente: INE, DGA, DGT y BE.

hasta el mes de octubre, especialmente relevante si se tiene en cuenta que la participación de los bienes importados en la inversión en bienes de equipo es del orden del 50 %.

En numerosas ocasiones se han analizado los determinantes básicos que han incidido sobre este proceso de recuperación de la inversión productiva que, tras varios años de atonía, se inició en la segunda mitad del año 1985. La recuperación del excedente empresarial y la mejora en las posibilidades de financiación de las empresas, el cambio en las expectativas empresariales tras la dureza del ajuste industrial así como la llegada masiva de capitales procedentes del exterior ante el proceso de apertura económica que se iniciaba con la integración en la CEE son, todos ellos, factores que explican tan extraordinarios resultados.

Las previsiones que se han ido haciendo a lo largo del año 1987 sobre la inversión real en bienes de equipo se han ido revisando al alza cada vez que se iba disponiendo de nuevos datos, sin que se hayan visto afectada, por ahora, por los episodios concretos de tensiones en los mercados financieros en 1987. La previsión actual de crecimiento real del 25 % se encuentra respaldada por la información disponible.

El crecimiento real estimado para la *inversión en construcción* en el año 1987 es del 8 %, con aumentos significativos en la vivienda, la obra pública y la construcción industrial.

El aumento en el número de viviendas iniciadas en los ocho primeros meses del año, último dato disponible, es del 17 %, con un incremento muy elevado en las viviendas libres –por segundo año consecutivo– y un retroceso –también por segundo año– en las viviendas de promoción oficial. El dinamismo en la construcción de viviendas libres, tras la atonía que venían registrando, casi ininterrumpidamente, desde el año 1983, responde a la presión de la demanda, registrándose, además, un desplazamiento desde las viviendas subvencionadas de promoción pública hacia las de promoción privada. Los beneficios otorgados de tipo fiscal; las ventajas relativas derivadas de las modificaciones en la imposición indirecta y, finalmente, las ganancias de riqueza que se han producido a lo largo de los dos últimos años, son factores adicionales importantes en el mantenimiento de la actividad de este sector.

El fuerte crecimiento registrado por la obra pública a lo largo de los últimos años se inició en 1985, cuando el número de licitaciones experimentó un incremento muy elevado. Los datos disponibles para el año actual, muestran, con las incertidumbres propias de este proceso, que el dinamismo del sector continúa siendo notable, sin que las caídas registradas en los últimos meses tengan, hasta el momento, más que un carácter episódico. Los numerosos planes de obras públicas iniciados y programados parecen garantizar la continuidad de este crecimiento más allá del año actual.

En cuanto a la construcción industrial, su vigor está relacionado con el comportamiento de la inversión en bienes de equipo, por lo que, ante la falta de indicadores directos sobre su evolución, la evidencia indirecta parece concluyente.

No se dispone de información cuantitativa relevante sobre la marcha de la *inversión en existencias* en el año actual. No obstante, la creciente y fuerte presión de la demanda sobre la actividad productiva debe de haber supuesto una cierta reducción en su nivel difícil de valorar. La información meramente cualitativa de las encuestas de opiniones empresariales así parece mostrarlo.

1.2. Demanda exterior

La estimación realizada por el Banco de España sobre la aportación de la demanda exterior al creci-

4. Indicadores de inversión en construcción. Tasas de variación

	Viviendas iniciadas			Licitación oficial nominal
	Total	Libres	VPO	Total
Tasas anuales				
1983/1982	1,7	1,0	2,3	-7,0
1984/1983	-12,8	-12,7	-12,9	8,3
1985/1984	10,9	0,4	17,9	41,7
1986/1985	-3,5	14,6	-13,7	0,6
1987/1986	17,1 (a)	51,0 (a)	-11,0 (a)	16,8 (b)
Tasas respecto a igual trimestre año anterior				
1985				
I TR	-7,6	-20,3	3,9	23,2
II TR	33,2	2,4	55,3	74,1
III TR	24,8	15,8	31,7	70,8
IV TR	-0,7	10,5	-5,6	15,7
1986				
I TR	-3,1	-2,6	-3,4	2,5
II TR	-8,7	28,9	-26,4	-14,7
III TR	1,7	22,5	-12,2	17,4
IV TR	-2,4	8,4	-7,9	-3,2
1987				
I TR	28,9	76,8	-4,7	91,0
II TR	2,3	29,3	-20,1	37,7
III TR	28,8 (a)	68,3 (a)	-7,9 (a)	-17,8
IV TR	...	...	...	-0,2 (b)

(a) Último dato disponible: agosto.

(b) Último dato disponible: octubre.

Fuente: MOPU, SEOPAN y BE.

miento del PIB en el año 1987 —con la información disponible en el momento actual, que abarca los diez primeros meses del año—, es de -2,5 puntos porcentuales, algo menos negativa que en 1986 (-2,9 puntos porcentuales), pero mucho más restrictiva de lo que se había previsto anteriormente.

Las exportaciones de mercancías alcanzarán, en el promedio del año, un resultado favorable, pero el comportamiento de los ingresos por turismo, menos expansivo de lo que sugerían las cifras del primer semestre, y, sobre todo, el fuerte crecimiento de la importación —predecible, en el caso de los bienes no energéticos, e inesperado, en el caso de los bienes energéticos—, son las causas principales del resultado anterior.

Se ha previsto que las *exportaciones de bienes y servicios* alcancen en 1987 una tasa de crecimiento real próxima al 4 %, más elevada que la registrada en el año anterior y, sobre todo, con una composición más equilibrada (véase cuadro 5).

El incremento real esperado para la *exportación de bienes* en el promedio del año actual, del orden del 5,5%, se debe, fundamentalmente, al crecimiento de la exportación a la CEE, que se situará en tasas de variación superiores al 10%. Como se observa en el cuadro 6, que recoge los datos del período enero-octubre, el aumento de las ventas de productos españoles en algunos países comunitarios —Reino Unido, Italia— está siendo muy importante.

Aunque el mercado comunitario no tendrá en 1987 un comportamiento más expansivo que en el año pasado, no deja de ejercer, relativamente, un efecto positivo sobre las exportaciones, a lo que se unen las consecuencias derivadas del proceso de integración en la CEE y un aumento moderado en los precios de exportación. Este aumento, estimado en el 3 % para el total de exportaciones, es inferior al previsto para los costes de producción. Se pone en evidencia así, una vez más, la importancia del proceso de reducción de dichos costes, especialmente en momentos en los que hay que competir en mercados poco favo-

5. Demanda exterior de bienes y servicios

	Tasas de variación real		Tasas del deflactor		Tasas nominales	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Importaciones de bienes	16,8	20,7	-17,5	1,1	-3,7	22,1
<i>Energéticos</i>	4,2	9,0	-49,9	-3,0	-47,8	5,7
<i>No energéticos</i>	23,8	23,5	-2,5	2,0	20,7	26,0
Pagos por turismo	10,4	11,7	10,0	6,0	21,4	18,4
Importaciones de bienes y servicios	14,9	18,8	-14,9	1,4	-2,2	20,4
Exportaciones de bienes	-1,8	5,4	-6,6	3,0	-8,3	8,6
<i>Energéticos</i>	47,0	4,3	-56,2	3,0	-35,6	7,4
<i>No energéticos</i>	-8,3	5,5	4,0	3,0	-4,6	8,7
Ingresos por turismo	10,0	4,5	10,4	5,3	21,4	10,0
Exportaciones de bienes y servicios	1,1	4,1	-1,3	3,6	-0,2	7,8
PRO MEMORIA:						
Aportación demanda exterior al crecimiento del PIB	-2,9	-2,5	-	-	-	-
Variación de la relación real de intercambio	-	-	13,2	1,9	-	-

Fuente: BE.

6. Comercio exterior por áreas geográficas

Tasas de variación

	Exportaciones			Importaciones		
	1985	1986	ENE-OCT 1987 (a)	1985	1986	ENE-OCT 1987 (a)
OCDE	9,9	2,3	13,0	18,0	21,4	30,4
CEE (b)	10,2	7,1	16,0	18,0	31,6	37,7
<i>Francia</i>	12,1	7,5	14,8	18,4	21,3	42,4
<i>Alemania</i>	8,5	13,5	13,4	17,2	37,0	35,5
<i>Reino Unido</i>	2,4	-4,5	20,8	17,3	14,6	12,7
<i>Italia</i>	27,7	4,9	22,5	19,1	53,3	50,6
Estados Unidos	13,1	-14,1	-2,7	6,5	-12,7	4,4
Otros OCDE	4,5	-9,1	5,5	16,6	21,1	21,1
<i>Japón</i>	-9,2	-20,6	9,2	21,8	39,4	12,6
OPEP	-13,3	-28,1	-13,8	-8,7	-46,0	0,8
COMECON	38,8	-35,7	-24,3	-11,3	-29,5	77,8
Otros de América	-0,5	-14,3	-6,2	3,1	-37,9	6,8
Resto del mundo	11,2	-33,5	14,0	45,2	-18,0	9,7
TOTAL MUNDO	10,0	-7,4	9,9	9,6	-3,6	24,3

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

(b) Incluida Portugal.

Fuente: DGA.

rables con países cuyos precios de exportación son muy reducidos.

La evolución de la exportación de mercancías en las demás áreas ha vuelto a ser, como en 1986, negativa, con alguna excepción. Las dificultades del mercado norteamericano y, en general, de todos aque-

llos países con los que se comercia en dólares, son evidentes. Destaca, por el contrario, la recuperación de la exportación al grupo de países llamado "resto del mundo", en el que están la mayoría de países en desarrollo no exportadores de petróleo, exceptuando los del continente americano. Este mercado tendrá una recuperación considerable en el año actual (véase cuadro 8).

7. Mercados de exportación

	Ponderaciones (a)		Tasa real importaciones		Aportación al crecimiento de los mercados	
	1985	1986	1986	1987	1986	1987
Estados Unidos	10,0	9,2	13,5	2,3	1,4	0,2
Japón	1,3	1,1	13,5	4,1	0,2	0,1
Francia	15,5	18,0	7,4	5,9	1,1	1,1
Alemania	9,5	11,7	5,9	4,3	0,6	0,5
Italia	7,0	8,0	2,8	10,0	0,2	0,8
Reino Unido	8,5	8,8	6,6	3,4	0,6	0,3
Otros industrializados	18,2	20,6	7,4	5,9	1,3	1,2
Exportadores de petróleo	7,3	5,7	-23,2	-16,2	-1,7	-0,9
En desarrollo, no exportadores de petróleo	22,7	16,9	-0,9	5,2	-0,2	0,9
Total mercados	-	-	-	-	3,5	4,2

Fuente: OCDE y DGA.

8. Estructura del comercio exterior de España por grupos de productos y por áreas económicas

Tasas de variación (a)

	Mundo		CEE (b)		EE.UU.		Resto OCDE		OPEP		COMECON		Resto de América		Resto del mundo	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Exportaciones totales	-7,4	9,9	5,0	14,4	-14,6	-2,7	1,7	19,3	-29,1	-13,8	-35,8	-24,3	-13,8	-6,2	-29,9	14,0
Energéticas	-37,7	6,7	-42,9	-9,7	-26,2	-11,7	12,9	-15,5	-14,1	11,7	-65,1	82,2	-41,9	190,0	-48,7	99,6
No energéticas	-4,2	10,1	10,4	15,9	-12,8	-1,3	1,2	21,0	-30,4	-14,0	-35,0	-25,2	-13,2	-8,7	-27,3	5,39
<i>Produc. animales</i>	4,5	29,4	16,8	54,4	-12,2	-6,7	-8,1	14,8	145,9	1,1	-21,0	-26,7	-	-	27,7	11,6
<i>Produc. vegetales</i>	7,0	32,5	18,2	38,5	-6,7	16,3	7,5	19,0	-39,2	56,7	46,7	8,2	5,5	-50,3	-36,5	2,6
<i>Produc. alimenti.</i>	-8,3	18,4	-3,2	16,0	-15,8	4,4	-7,9	25,3	-14,2	33,4	-22,2	-38,0	11,3	77,0	-6,7	38,3
<i>Materias primas</i>																
<i>agricultura</i>	-16,6	14,1	-14,7	115,2	-39,3	-18,2	1,5	18,1	-16,1	-70,1	-	-	-	-	-39,1	-4,5
<i>Produc. intermedi.</i>	-13,9	6,7	0,6	11,5	-9,1	4,9	-9,5	18,4	-31,7	-31,0	-52,7	-15,5	-18,8	-4,7	-25,4	-5,5
<i>Bienes consumo</i>	5,4	4,2	14,2	10,6	-19,5	-12,4	25,2	27,5	-29,8	-7,9	-3,8	-30,0	-8,2	-4,7	-11,4	21,2
<i>Bienes equipo</i>	2,0	8,6	19,4	12,0	-10,8	5,0	16,4	27,0	-80,0	20,0	10,6	-32,0	-10,8	-15,0	-40,9	26,0
Importaciones totales	-3,6	24,3	30,9	37,1	-12,7	4,4	24,0	25,1	-46,0	0,8	-29,5	77,8	-38,1	6,8	-17,5	9,7
Energéticas	-48,6	3,3	-17,5	7,4	-34,6	-29,1	-39,8	-28,9	-47,7	0,1	-58,8	208,2	-58,6	37,3	-55,2	-54,1
No energéticas	21,3	29,7	34,0	38,3	-9,6	8,4	27,8	26,8	-0,3	11,4	9,3	14,6	-12,1	-10,6	18,2	36,6
<i>Produc. animales</i>	61,4	29,1	87,7	9,5	160,2	-66,9	46,8	22,5	87,4	-	-17,8	65,6	35,6	22,9	45,1	146,7
<i>Produc. vegetales</i>	43,0	-4,4	167,5	81,3	0,5	33,9	14,3	-30,3	31,9	71,9	-14,0	-10,5	23,0	-42,3	42,8	-9,5
<i>Produc. alimenti.</i>	9,9	23,2	55,9	63,2	-17,0	39,7	16,6	40,3	15,4	0,5	-14,2	20,4	-3,3	-27,3	0,9	-1,6
<i>Materias primas</i>																
<i>agricultura</i>	-11,0	-9,5	189,6	4,3	-22,4	-31,7	-32,2	11,9	-	-	-	-	-64,8	34,3	113,0	6,8
<i>Produc. intermedi.</i>	13,0	15,3	23,1	17,5	-4,0	6,7	13,9	21,9	-13,8	0,5	28,6	-6,0	-8,7	-2,9	-10,1	14,8
<i>Bienes consumo</i>	66,5	60,0	70,0	82,5	4,8	12,9	55,1	16,0	-	-	29,8	37,6	3,1	39,1	115,7	63,7
<i>Bienes equipo</i>	22,3	46,0	26,3	50,0	-6,3	25,0	34,7	35,0	-	-	-4,5	33,0	3,8	98,0	36,0	90,0

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

(b) Sin incluir Portugal.

Fuente: DGA y BE.

Como se aprecia en el cuadro 8 en el crecimiento de la exportación en 1987 destaca el incremento de los productos de origen agrícola. La evolución de estas exportaciones ha sido particularmente positiva en el mercado de la CEE, al que se dirige, aproximadamente, el 40 % de estos productos. Las considera-

ciones realizadas antes sobre la importancia de la integración de la economía española en este mercado y sobre la moderación de precios (amparada, en este caso, por cosechas favorables) cobran especial relevancia. Igualmente significativa es la evolución, mucho más moderada, de la exportación de pro-

ductos manufacturados; aceptable, en el caso del mercado comunitario, pero reflejando las dificultades de tipo de cambio y de escasez de demanda en otras áreas: Estados Unidos, para los bienes de consumo, y países en desarrollo del continente americano, para los bienes de equipo. La excepción, ya apuntada, es, en estos mismos productos, el grupo del "resto del mundo".

Puede decirse, por tanto, que en el año 1987 ha proseguido con singular intensidad el proceso de concentración de la exportación española en el mercado de la CEE hacia el que, en el período enero-octubre, se ha dirigido el 60 % de la exportación no energética. Este proceso, explicable, dada la evolución relativa de los distintos mercados, las condiciones comerciales en cada uno de ellos y el comportamiento del tipo de cambio, aumenta considerablemente la dependencia de la exportación española con respecto a las políticas económicas practicadas en los distintos países comunitarios, lo que, a su vez, condiciona las posibilidades de crecimiento de la economía.

De acuerdo con los datos del registro de caja, los ingresos por turismo en el período enero-octubre aumentaron, en pesetas, un 10,6 %, lo que determina con escaso margen de error la previsión del total del año. El crecimiento real que esta variación supone puede estar en torno al 4,5 %, no muy alejado del aumento en el número de visitantes extranjeros del período enero-septiembre, 6,3 % (2,3 % en agosto y 1,5 % en septiembre). Parece, por tanto, que el resultado final del año, aunque positivo, va a ser inferior a lo que los datos disponibles hasta la mitad del año sugerían (el incremento de extranjeros entrados hasta el mes de junio fue del 9,8 %).

La tasa de crecimiento real prevista por el Banco de España para la *importación de bienes y servicios* en el año 1987 es de casi el 19 %, que supera a la del año precedente debido al mayor incremento de la importación de productos energéticos, de acuerdo con los datos de la Dirección General de Aduanas.

Según esta fuente, hasta el mes de octubre, la *importación de productos energéticos*, en volumen, aumentó un 10,5 %, siendo el aumento de la importación neta del 13,2 %. Estas cifras están en contradicción con el consumo interior de productos energéticos, ya que la información disponible sobre consumo de productos petrolíferos sitúa su crecimiento en el promedio del año en torno al 4,5 %. La discrepancia es de tal magnitud que no parece que pueda explicarse por variaciones en las existencias.

De acuerdo con los datos de Aduanas, es la importación de crudos la que determina el fuerte aumento de la importación energética, ya que el resto de productos energéticos está, prácticamente, estancado. El número de toneladas de crudo importadas en el promedio del período enero-octubre fue un 15 % superior a la media del año 1986, lo que resulta aún más sorprendente si se tiene en cuenta que la importación de maquilas se está reduciendo considerablemente.

El precio en dólares del barril de crudo fue, en enero de 1987, de 13,6 dólares, habiendo alcanzado en el mes de octubre un valor de 18,0 dólares-barril. El precio medio del año puede estar, por tanto, en torno a los 17 dólares, un 8,7 % más que la media del año pasado. Este incremento, pasado a pesetas, supondrá, previsiblemente, una caída del orden del 3 %.

9. El comercio exterior en el período enero-octubre de 1987

	Tasas intertrimestrales (a)							Tasas anuales			
	86-I	86-II	86-III	86-IV	87-I	87-II	87-III	1985	1986	1987 (b)	Tasa a medio plazo
Exportaciones totales	-53,1	36,0	-27,8	41,8	3,6	18,4	21,1	10,0	-7,4	9,9	10,6
Energéticas	...	...	...	...	...	...	...	14,5	-37,7	6,7	-
No energéticas	...	...	...	...	...	...	...	9,6	-4,2	10,1	-
Importaciones totales	...	...	...	...	...	...	...	9,6	-3,6	24,3	-
Energéticas	...	...	...	...	...	...	...	3,8	-48,6	3,3	-
No energéticas	5,9	60,0	15,6	78,7	9,3	5,4	63,9	13,1	21,3	29,7	23,5

(a) Elevadas a tasa anual. Series desestacionalizadas.

(b) Enero-octubre, con respecto al mismo período del año anterior.

Fuente: DGA y BE.

10. Registro de caja: enero-octubre

m.m.

	1986			1987			Tasas de variación	
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos
Mercancías	3.143	3.693	-550	3.416	4.514	-1.098	8,7	22,2
Energéticas (a)	89	618	-529	90	642	-552	1,1	3,9
No energéticas	3.054	3.075	-21	3.326	3.872	-546	8,9	25,9
Servicios	2.529	1.378	1.151	2.635	1.444	1.191	4,2	4,8
Turismo	1.446	172	1.274	1.600	204	1.396	10,6	18,6
Rentas de inversión	353	591	-238	309	578	-269	-12,5	-2,2
Otros servicios	730	615	115	726	662	64	-0,5	7,6
Transferencias	456	320	126	635	398	237	39,3	24,4
Privadas	216	41	175	313	106	207	44,9	158,5
Públicas	240	279	-39	322	292	30	34,2	4,7
Balanza corriente	6.128	5.391	737	6.686	6.356	330	9,1	17,9

(a) A las cifras de pagos por importaciones energéticas recogidas por el Registro de Caja en el capítulo 27 se han añadido las salidas de divisas por el concepto de compras a no residentes de productos de maquila, con el fin de hacerlas más homogéneas con los datos correspondientes elaborados por la Dirección General de Aduanas. La valoración de esta cifra, así como la relativa a ingresos por exportaciones energéticas, se ha realizado utilizando los tipos de cambio medios del período, por lo que se puede producir alguna diferencia sin importancia.

Fuente: BE.

El precio de las *importaciones de productos no energéticos* en 1987 tendrá, también, un crecimiento muy moderado, no superior al 2 % en pesetas. Este factor ha supuesto un estímulo importante a la importación de bienes no energéticos, al que habría que añadir, dentro de una variable que recogería la pérdida de competitividad interior de la economía española, las consecuencias de las rebajas arancelarias, reducciones de contingentes y todos aquellos mecanismos de protección que paulatinamente van desapareciendo con la apertura al exterior que el proceso de integración en la CEE trae consigo. En cualquier caso, no habría sido posible alcanzar tasas de crecimiento real tan elevadas como las registradas en la importación no energética sin contar con el apoyo básico de un aumento de la demanda final muy elevado, próximo al 7 % -7,2 % la demanda nacional y 4,1 % la exterior-

En este sentido, es importante tener en cuenta el alto componente de bienes importados que posee la inversión en bienes de equipo, en torno al 50 %; y que, en lo que a la importación de bienes de consumo se refiere, a la reducida cifra de partida se añade, en un año de fuerte crecimiento del consumo, el desplazamiento de la demanda de este tipo de bienes -en especial importados- que la diversificación y disponibilidad de nuevos productos debe traer consigo. Es significativo que la importación de productos semimanufacturados, estrechamente relacionada con la evolución de las exportaciones de mercancías, tenga un incremento real elevado, pero mucho más moderado -del orden del 18 %- que el

registrado por la importación de bienes de consumo y bienes de equipo -ambas superiores al 40 %-.

Hay que señalar, finalmente, que aunque sea la importación no energética de la CEE la que crece en mayor cuantía, no hay diferencias significativas con el resto de las áreas económicas -la tasa de aumento de la importación no energética procedente de Estados Unidos, en dólares, es del 23 %-, ya que, frente a las ventajas recibidas por la integración en la CEE se contraponen aquellas derivadas de la fuerte apreciación de la peseta frente al dólar.

Las corrientes reales del comercio exterior durante el año 1987, descritas hasta ahora, así como la evolución de los deflatores correspondientes, han determinado un fuerte deterioro en la *balanza comercial española* en el año actual. La mejora -pequeña, del 2 % aproximadamente- de la relación real de intercambio durante el año actual no ha permitido una reducción del déficit comercial real al expresarlo en términos nominales, tal como ocurrió en 1986, cuando la mejora en dicha relación fue del 13 %, pero ha sido, al menos, un factor de contención. Durante el período enero-octubre, el empeoramiento del déficit comercial valorado en pesetas corrientes y utilizando directamente los datos de la Dirección General de Aduanas, ha sido de 663 mil millones de pesetas, de los que 14 mil millones se deben al comercio energético y 649 al no energético. De esta última cifra, el 65 %, aproximadamente, se explica por el deterioro en el comercio con países de la CEE, porcentaje que no está muy lejos de la participación relativa de este área en el comercio total.

Tan fuerte empeoramiento en el comercio no energético incidirá en el saldo de la *balanza por cuenta corriente*, ya que —según la información del registro de caja para los diez primeros meses del año—, aunque la balanza de transferencias muestra un superávit mucho más elevado que en el año pasado, el excedente de servicios es sólo ligeramente superior. Parece pues, que, en total del año, el superávit corriente en términos de caja se situará por debajo de los dos mil millones de dólares; pero esta cifra no puede extrapolarse, en modo alguno, ni a la balanza de transacciones ni a la cuenta del resto del mundo

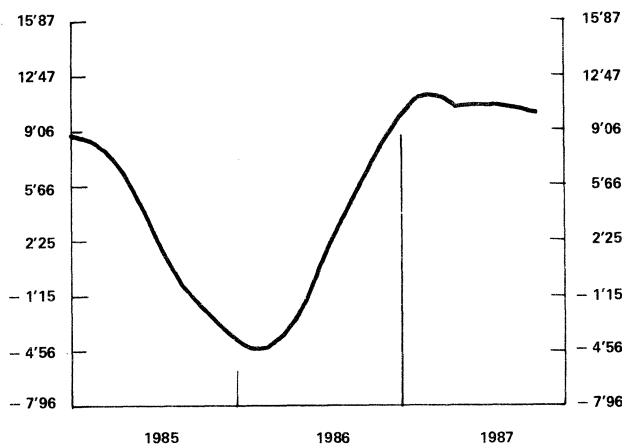
de la Contabilidad Nacional, dadas las diferencias metodológicas entre las tres estadísticas mencionadas (véase apéndice).

1.3. Actividad productiva

Como ya se indicó al comienzo de esta nota, el fuerte crecimiento de la demanda nacional, atenuado, ligeramente, por una evolución más moderada de las exportaciones de bienes y servicios, determina un crecimiento de la demanda final en el año 1987 muy elevado, del orden del 7,2 %. Pese a que gran parte de esta presión de la demanda se está ejerciendo mediante la compra de bienes y servicios al exterior, su incidencia sobre la tasa de aumento de la actividad interior es considerable.

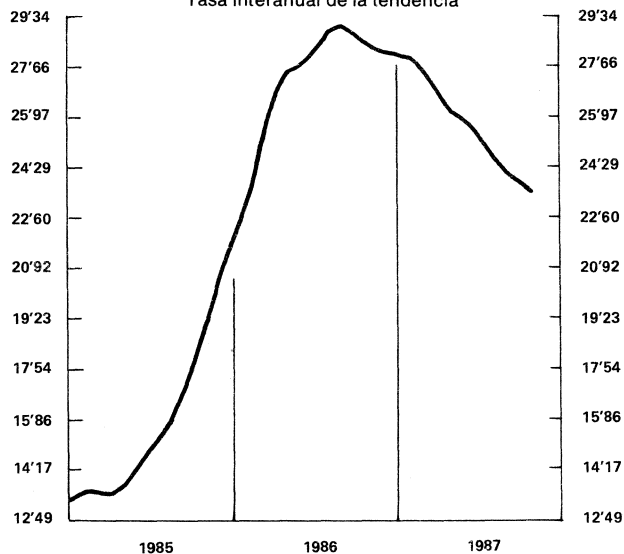
1. Exportaciones totales

Tasa interanual de la tendencia



Importaciones totales no energéticas

Tasa interanual de la tendencia



Las tasas de crecimiento del índice de producción industrial y del consumo de energía eléctrica hasta el mes de septiembre —del 4,7 % y el 3,9 %, respectivamente—, así como los resultados de las encuestas de opiniones hasta el mes de agosto, confirman el incremento de la actividad productiva industrial interior a lo largo del año, que difícilmente se puede estimar, en términos de valor añadido real, por debajo del 5 %. Superior aún será el incremento que experimenta el sector de la construcción, como indica el consumo aparente de cemento y, especialmente, todas las consideraciones realizadas en un apartado precedente sobre la inversión de este sector. En cuanto al sector servicios, la carencia de información es, como siempre, nota destacada. El consumo de gas-oil en automoción, el número de pernoctaciones en hoteles y otros indicadores de menor relevancia confirman, como es de esperar, que su crecimiento en 1987 no podrá ser inferior al estimado para el conjunto de la actividad productiva. La única nota negativa, dentro de un comportamiento claramente favorable, ha sido la reducción en el crecimiento esperado para el sector turístico, como muestra el dato sobre pernoctaciones en hoteles del tercer trimestre del año (véase cuadro 11) y según se comentó ya en el epígrafe precedente.

Como, finalmente, en opinión de los expertos, el crecimiento del valor añadido en la agricultura y la pesca estará, en el promedio del año, en torno al 5,5 %, la estimación aquí presentada de crecimiento del Producto Interior Bruto en 1987, 4,5 %, debe considerarse moderada, pudiendo, con la incertidumbre aún existente, superarse esta cifra.

1.4. Empleo

Según la Encuesta de Población Activa, durante los tres primeros trimestres de año en curso, ha conti-

11. Indicadores de actividad

Tasas de variación

	Índice producción industrial: General	Consumo de energía eléctrica		Consumo aparente de cemento	Consumo de gas-oil de automoción	Pernocta- ciones en hoteles
		Total	Usos industriales			
Tasa anuales						
1985/1984	2,0	3,7	2,7	1,8	6,1	-6,1
1986/1985	3,0	1,9	2,7	10,2	7,2	6,8
1987/1986 (a)	4,7 (SEP)	3,0 (OCT)	3,9 (SEP)	13,5 (AGO)	7,4 (SEP)	7,7 (AGO)
Tasas respecto a igual trimestre año anterior						
1986						
I TR	0,6	1,9	3,1	8,7	4,5	-3,5
II TR	7,3	5,6	3,4	16,5	10,4	11,1
III TR	2,6	1,2	3,5	9,3	7,5	7,6
IV TR	1,9	-1,0	1,1	6,5	6,5	8,2
1987						
I TR	4,6	1,1	3,9	15,1	8,3	9,2
II TR	2,4	1,0	2,0	11,1	4,6	12,6
III TR (a)	7,7 (SEP)	6,6	5,9 (SEP)	15,2 (AGO)	9,4 (SEP)	2,2 (AGO)
IV TR (a)	...	0,2 (OCT)	...	...	...	...

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

nuado la recuperación del empleo que se iniciara a mediados de 1985. Durante este período, los ocupados totales de la economía aumentaron en 557.000 personas, lo que supone una tasa de crecimiento del 4,3 % sobre los mismos trimestres de 1985.

El cambio que se ha producido en la metodología de la EPA a partir del segundo trimestre del año hace que estos resultados deban ser matizados. Dicho cambio ha supuesto el afloramiento como ocupados y activos de una cierta cantidad de personas que antes eran consideradas inactivas. En particular, en el caso de los no asalariados, el criterio para considerarlos ocupados se ha ampliado. En efecto, mientras que antes se requería para que fueran ocupados que hubieran trabajado al menos una hora en la semana de referencia y más de un tercio de la jornada normal en los tres meses anteriores a la encuesta, a partir del segundo trimestre es suficiente con el primer requisito. Esto ha ampliado el colectivo de los no asalariados ocupados, por lo que una parte de su crecimiento en el segundo trimestre debe imputarse al mencionado cambio metodológico. Sin embargo, aunque la totalidad del aumento en dicho trimestre se debiera al afloramiento descrito, el crecimiento del empleo total de la economía continuaría siendo muy elevado: cerca de 300.000 personas en los tres primeros trimestres de 1987, frente a 258.000 en el mismo período del año anterior.

Durante el período considerado, los asalariados totales de la economía aumentaron en 255.000 personas, lo que supone una tasa de crecimiento del 4 % sobre el mismo período del año anterior, y los de los sectores no agrarios en 286.000, el 4,4 % de aumento respecto a los mismos trimestres de 1986. Sin embargo, a pesar de estas fuertes tasas de crecimiento, el ritmo de avance del empleo asalariado se ha desacelerado, como lo refleja el hecho de que durante el mismo período del año anterior, los aumentos fueran mayores: 334.000 para el total de asalariados y 371.000 para los de los sectores no agrarios. Los asalariados de la industria crecieron en 58.000 personas (38.000 en el mismo período de 1986), los de la construcción en 57.000 (81.000 en el año anterior) y los de los servicios en 171.000 (252.000 en 1986).

El análisis de la evolución del empleo no asalariado se ve obstaculizado por las repercusiones estadísticas que ha debido de tener el cambio de metodología descrito anteriormente. Sin embargo, sí puede decirse que la recuperación del empleo se ha reflejado también en este componente. En efecto, durante 1985, el empleo no asalariado descendió en 110.000 personas, durante 1986 lo hizo en 61.000, pero los trimestres segundo y cuarto ya arrojaron variaciones positivas, y en el presente año todos los trimestres presentan crecimiento del empleo. Este

12. Variaciones de la población activa

	Cifras absolutas III TR 1987	Variaciones en miles de personas					
		1985	1986	1987 (a)			Total I-III
				I TR	II TR	III TR	
1. Asalariados	8.057	177	395	6	71	178	255
Agricultura	518	21	-17	18	-41	-8	-31
Sectores no agrarios	7.539	156	412	-12	112	186	286
<i>Industria</i>	2.412	-21	55	6	37	15	58
<i>Construcción</i>	714	-7	92	-9	34	32	57
<i>Servicios</i>	4.413	184	265	-9	41	139	171
2. No asalariados	3.464	-107	-61	11	280	11	302
Agricultura	1.194	-118	-142	-9	50	-3	38
Sectores no agrarios	2.270	11	-81	20	230	14	264
<i>Industria</i>	356	-29	21	-9	60	-5	46
<i>Construcción</i>	230	14	-3	8	4	-2	10
<i>Servicios</i>	1.684	26	63	21	166	21	208
3. Ocupados(1+2)	11.521	70	334	17	351	189	557
Agricultura	1.712	-97	-159	9	9	-11	7
Sectores no agrarios	9.809	167	493	8	342	200	550
<i>Industria</i>	2.768	-50	76	-3	97	10	104
<i>Construcción</i>	944	7	89	-1	38	30	67
<i>Servicios</i>	6.094	210	328	12	207	160	379
4. Parados	2.918	74	-56	67	-74	-19	-26
Primer empleo	1.567	60	1	9	392	-28	373
Anteriormente ocupados	1.351	14	-57	58	-466	9	-399

(a) En el segundo trimestre se ha producido un cambio en la EPA que hace que a partir de aquí los datos no sean homogéneos con los anteriores.

Fuente: INE. Encuesta de población activa.

cambio de tendencia en la evolución del empleo no asalariado ha sido particularmente apreciable en el caso del sector de los servicios.

La recuperación del empleo y, por tanto, la mayor facilidad para encontrar un puesto de trabajo, ha supuesto la incorporación a la actividad laboral de personas que antes se encontraban en situación de inactivos. Esto, unido a la recuperación de las tasas de actividad que se venía registrando en los jóvenes y las mujeres, ha supuesto un crecimiento de la población activa prácticamente equivalente al aumento que se ha producido en el empleo. El resultado ha sido que, durante los nueve primeros meses del año, el desempleo ha descendido sólo en 26.000 personas, situándose su nivel en 2.918.000 personas, equivalentes al 20,2 % de la población activa.

2. PRECIOS Y COSTES

Las buenas perspectivas sobre la evolución de los precios finales que se mantenían a principios del verano se deterioraron a raíz de los fuertes incre-

mentos experimentados por los precios de los alimentos no elaborados en algunos de los meses posteriores, aunque el dato del mes de noviembre, último disponible, registró un nuevo e importante retroceso de este componente. Los precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos, que reflejan con mayor exactitud los movimientos de los costes medios de la economía y, por tanto, de la inflación subyacente, han mostrado un comportamiento más estable, con una desaceleración a lo largo del año, hasta situarse en tasas en torno al 5,0 %. Las posibilidades de que esa desaceleración se acentúe están limitadas por el propio crecimiento de los costes que, a pesar de ser inferior al registrado en 1986, sigue situado también alrededor del 5,0 %. No obstante, es muy probable que el objetivo de inflación para 1987 se cumpla finalmente.

Como ya se señaló en el Boletín Económico de julio-agosto, la evolución del índice general de precios de consumo durante el primer semestre de 1987 fue muy favorable. Durante los cuatro meses siguientes, sin embargo, su comportamiento empeoró debido, sobre todo, a la evolución de los precios de

13. Índice de precios de consumo

Tasas de variación

	General (100 %)	Alimentos sin elaborar (15,46 %)	Alimentos elabo- rados (17,56 %)	Industria- les no energéticos (7,00 %)	Energía (25,74 %)	Servicios (34,24 %)
1984	11,3	13,5	11,7	10,7	10,5	10,5
1985(a)	8,8	10,4	8,6	9,9	4,5	8,1
1986	8,8	10,0	11,3	9,8	-6,2	9,2
1987 (ENE-NOV) (b)	5,3	6,2	4,4	6,3	-4,6	6,3
1985 (c)						
I TR	8,3	17,7	5,1	7,7	13,6	8,0
II TR	10,3	15,5	9,5	10,4	3,9	8,6
III TR	5,1	-11,0	11,0	9,6	0,5	9,1
IV TR	9,3	17,7	8,6	9,7	-3,8	7,9
1986						
I TR	11,2	10,6	18,1	12,7	-10,4	13,7
II TR	7,0	2,7	11,0	8,3	-11,0	7,4
III TR	10,2	29,4	6,5	8,3	-0,7	8,2
IV TR	6,2	12,4	5,8	6,3	-14,0	5,6
1987						
I TR	1,1	-6,3	2,6	4,1	-2,8	4,7
II TR	5,5	1,2	2,3	6,8	2,4	6,5
III TR	5,8	6,3	4,0	7,7	-1,5	7,9
IV TR (c)	7,9	24,3	1,6	5,3	-0,5	6,6

(a) Índice oficial. Hasta julio de 1985 se mantienen los incrementos relativos correspondientes al índice base 1976 y a partir de entonces los incrementos correspondientes al índice base de 1983.

(b) Último dato disponible: noviembre. Enero-noviembre sobre igual período del año anterior. Series originales.

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

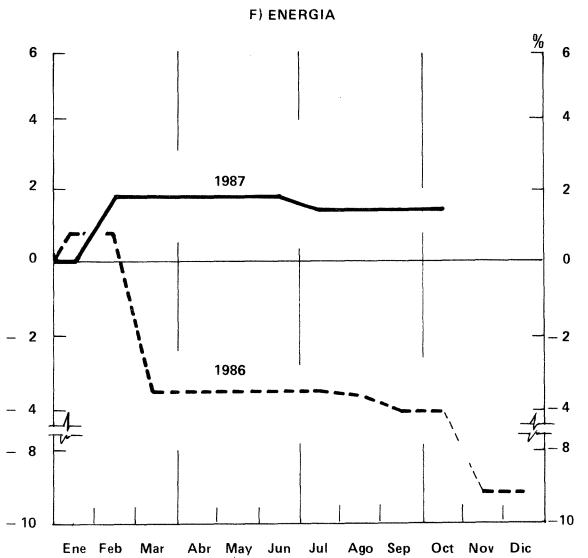
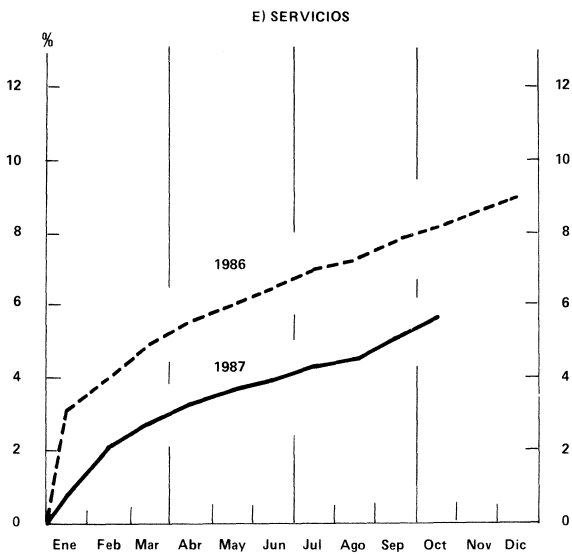
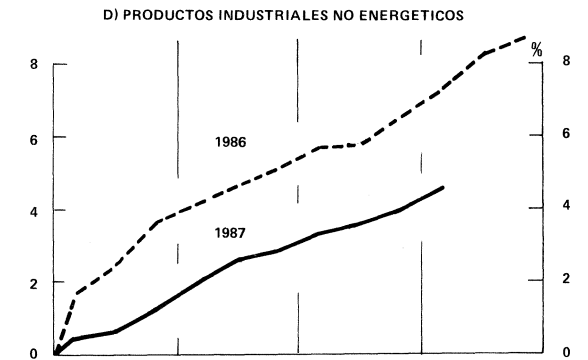
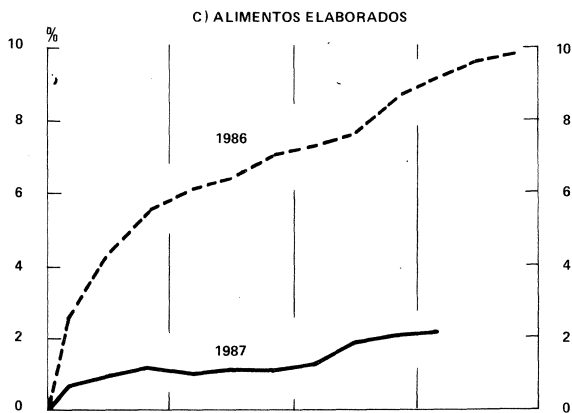
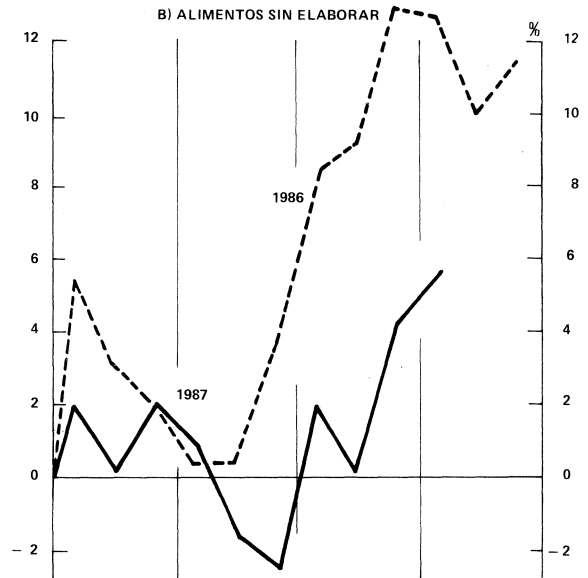
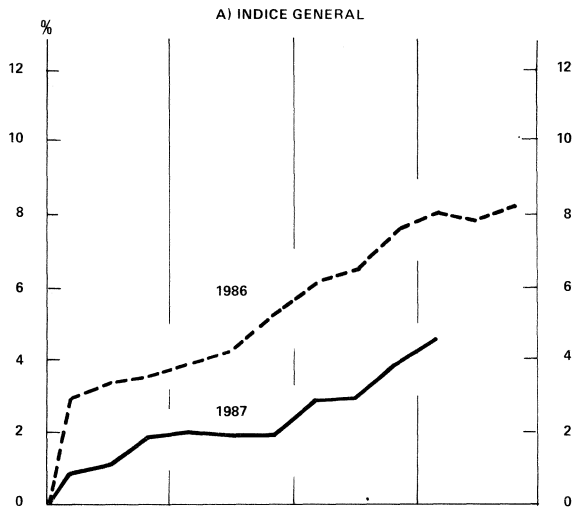
Fuente: INE, BE.

los alimentos no elaborados, con el consiguiente deterioro de las perspectivas de inflación para el conjunto del año. En efecto, tras los fuertes incrementos intermensuales registrados en los meses de julio, septiembre y octubre, la inflación acumulada en los diez primeros meses de 1987 se situó en el 4,5 %, y la tasa acumulada sobre octubre de 1986 en un 4,7 %. El último dato recibido, correspondiente al mes de noviembre, ha mejorado sensiblemente las perspectivas al suponer una caída de dos décimas en el índice general y sitúa la inflación acumulada desde diciembre de 1986 en el 4,2 %, confirmando las líneas generales de evolución antes descritas. La caída del índice general en este mes ha sido posible gracias al descenso de los precios de los alimentos no elaborados (-3,3 %), mientras que los precios de los productos no alimenticios han experimentado un aumento en línea con lo que ha sido su comportamiento a lo largo del año. No obstante, la caída del IPC en noviembre hace mucho más probable el cumplimiento del objetivo de inflación al final de 1987. A ello habrán contribuido las medidas que el gobierno adoptó tendentes a evitar las subidas estacionales de finales de año de algunos productos alimenticios como la carne de vacuno o determinados pescados.

Estas medidas sobre productos alimenticios, con alguna ampliación, se extenderán probablemente al año próximo, en un intento de lograr una evolución más ordenada de sus mercados, puesto que el cumplimiento del objetivo de inflación en 1988, fijado inicialmente en un 3 % de aumento acumulado del IPC, requerirá la reducción al mínimo de los elementos de incertidumbre y volatilidad en los precios.

Los precios de los alimentos elaborados siguieron mostrando una evolución moderada durante el verano —salvo en el mes de agosto, en el que tuvo lugar la subida del precio del pan—, con un incremento acumulado en octubre, en relación a diciembre de 1986, del 2,1 % y una tasa acumulada del 2,9 % en relación al mes de octubre de ese año. Este comportamiento, que ha debido de verse favorecido por los descensos en los precios internacionales de algunos productos como el café y el cacao, y por el crecimiento de las importaciones de alimentos elaborados, refleja también las bajas tasas de variación que siguen registrando los precios al por mayor de la industria alimenticia, tal como los mide el componente correspondiente del índice de precios industriales. Por lo que se refiere a los precios del resto de

2. Precios de consumo



Fuente: I.N.E.

14. Precios agrícolas e industriales

	Indice de precios industriales (a)				Tasa de variación
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Indice de precios percibidos por los agricultores (b)
1984	12,2	11,2	10,1	13,4	10,1
1985	8,0	7,7	8,3	8,0	4,6
1986	0,9	5,1	6,2	-3,1	8,6
1987 (c)	0,4	4,3	5,0	-3,5	1,5
1985 (d)					
I TR	13,4	8,0	7,4	17,0	23,3
II TR	6,1	7,3	8,2	4,9	9,8
III TR	4,9	7,4	9,8	2,8	-26,1
IV TR	4,3	6,0	7,8	3,0	18,2
1986					
I TR	-3,2	3,9	3,1	-10,3	3,4
II TR	0,3	3,7	5,7	-3,2	12,7
III TR	-0,2	4,7	6,7	-4,6	68,5
IV TR	-0,3	6,3	5,9	-5,6	-17,3
1987					
I TR	-0,8	3,2	3,5	-6,3	-19,6
II TR	2,3	3,8	4,1	0,8	14,1
III TR	3,9	2,5	5,2	5,3	-1,7

(a) Último dato disponible: septiembre de 1987.

(b) Último dato disponible: septiembre de 1987.

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

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

Fuente: INE, Ministerio de Agricultura y BE

los bienes elaborados, los industriales no energéticos, los resultados obtenidos durante los once primeros meses de 1987 muestran una suave desaceleración, aunque con tasas algo elevadas. Los precios de estos productos se han visto influidos, sin duda, por la moderación de los precios de importación —que si no disminuyen como en 1986, crecen aún a tasas inferiores a las de los precios interiores—, dado el fuerte crecimiento que siguen registrando las importaciones de bienes de consumo y su participación creciente en este componente del gasto. No obstante, hay que señalar la gran resistencia a la baja que apuntan los precios industriales al por mayor de los bienes de consumo no alimenticio, que se han estabilizado en tasas próximas al 5,5 %.

Por otro lado, tras los meses de verano, los precios de consumo de los servicios se muestran estabilizados en tasas en torno al 6,0 %. Debe tenerse en cuenta que estos precios no se están beneficiando de la mejor evolución relativa de los precios de importación en la misma medida que el resto de los componentes del IPC. Además, el crecimiento de los salarios en el sector en 1987 parece que es superior al registrado en otros sectores, lo que supone un factor de presión adicional sobre los precios.

Por último, el componente energético del IPC no ha registrado variaciones durante los últimos meses, tras experimentar una subida en febrero y un ligero retroceso en junio.

En resumen, la evolución del índice general de precios de consumo durante los once primeros meses de 1987, ha sido mejor que la que se derivaría únicamente de sus componentes más estables, los servicios y bienes elaborados no energéticos, debido a la influencia de los precios de la energía y de los alimentos no elaborados. Por lo que se refiere a ese conjunto de precios con una evolución más estable, su tasa tendencial de variación es ligeramente superior al 5,0 %. Como ya se advirtió en informes anteriores, este es el núcleo de precios sobre el que debe basarse una sólida desaceleración de los precios finales, puesto que la variabilidad de los otros componentes hace difícil el sostenimiento de desaceleraciones que tengan su origen en ellos.

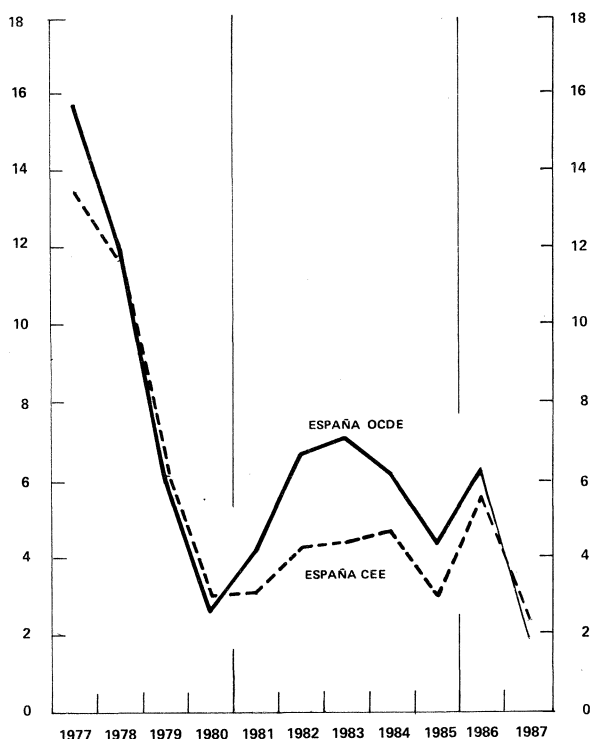
Para el total del año 1987 cabe esperar una tasa media de variación sobre 1986 situada entre el 5,0 % y el 5,5 %. Este resultado supone una desaceleración de los precios de más de tres puntos en relación al año pasado, cuando el aumento del IPC, en términos de tasa media interanual, fue del 8,8 %. No obstante,

al realizar esta comparación, debe tenerse en cuenta que, en 1986, la inflación se vió impulsada al alza en algo más de dos puntos por la implantación del IVA. Sí hay que señalar, no obstante, que uno de los posibles efectos que más se temía a la hora de introducir el impuesto, una elevación permanente de la tasa de inflación, no parece haber tenido lugar.

El conjunto de deflatores previsto para 1987, dada la evolución de los indicadores de precios que se acaban de comentar, aparece en el cuadro 15. El deflactor del consumo privado aumentaría alrededor del 5,3 %, de acuerdo con la evolución que vienen mostrando los precios de consumo. Por lo que se refiere a la formación bruta de capital, cabe señalar que los precios al por mayor de los bienes de equipo están registrando alzas superiores a las correspondientes a los bienes de consumo (véase el cuadro 14), aunque el alto componente de bienes importados que tiene la inversión en equipo compensa, en gran parte, la evolución de los precios de los bienes de producción interior. Por otro lado, el indicador de costes en el sector de la construcción muestra, por el momento, alzas moderadas. Por todo ello, el crecimiento previsto para el deflactor de la formación bruta de capital es menor que el previsto para el del consumo. En suma, el deflactor implícito de la demanda nacional puede elevarse en torno al 5,0 %, frente al 8,3 % registrado en 1986.

En cuanto a los deflatores del sector exterior, en 1987 se está registrando una mejora adicional en la relación real de intercambio, medida por los deflatores del comercio de bienes, que se puede cifrar en un 1,9 % —muy inferior, desde luego, a la ganancia del 13,2 % registrada en 1986—. Esa mejora es reflejo de una nueva depreciación del dólar y de la moderación de los precios de exportación de los países industriales. El comportamiento de los precios de importación no está desempeñando en 1987 el papel

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



FUENTE: INE, BE y OCDE.

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

fundamental del año anterior en la contención de los precios interiores, pero sí está siendo un factor moderador en relación al impulso inflacionista generado en el interior de la propia economía española. Los

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

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

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

16. Indicadores salariales (Ø) (a)

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

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

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

(c) Último dato disponible: septiembre. Para el cálculo de la media anual solo se emplean los trimestres completos disponibles.

(d) Último dato disponible: septiembre. Miles de trabajadores incluidos a lo largo de los nueve meses: 5.475,0.

(e) Último dato disponible: septiembre.

(f) Último dato disponible: agosto.

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

precios de exportación, a pesar de la ganancia en la relación real de intercambio, experimentan un comportamiento muy moderado en relación al de los costes internos, dada la necesidad de mantener la competitividad de los productos españoles en los mercados exteriores.

El deflactor del PIB, que es el que refleja mejor la evolución de los costes internos de la economía, aumentará en 1987 en torno al 5,5 %, tasa algo superior a la registrada por los deflatores de la demanda, debido a la mejora en la relación real de intercambio. Hay que subrayar, sin embargo, la importante desaceleración experimentada por este deflactor entre 1986, cuando creció un 11,5 %, y 1987. En 1986, los costes laborales y otros costes internos registraron una aceleración importante cuyo efecto sobre los precios finales fue compensado por la extraordinaria caída de los precios de importación. El deflactor del PIB, no obstante, reflejó esa aceleración de los costes creciéndolo a una tasa superior a la de 1985, lo que no sucedió con el deflactor de la demanda nacional, que creció lo mismo en ambos años. En 1987, se ha reanudado el proceso de desaceleración de los costes internos y esto, junto con la menor ayuda recibida de los precios exteriores, ha producido un descenso en el deflactor del PIB supe-

rior al del deflactor de la demanda, lo que indica, precisamente, ese esfuerzo renovado para atajar las alzas de precios en su propio núcleo generador.

Los diferenciales de inflación con la CEE y la OCDE, medidos por los deflatores implícitos del consumo privado, están representados en el gráfico 3. Ambos diferenciales han descendido notablemente en 1987, tras su elevación temporal en 1986 derivada de los efectos de la implantación del IVA en nuestro país.

Como se ha señalado en otras ocasiones, en 1986 se detuvo el proceso de desaceleración de los costes laborales que venía registrándose casi ininterrumpidamente desde 1977. En 1987 se ha reanudado la desaceleración de los costes laborales, de forma que, a pesar de que los precios de importación no han sido un elemento tan claro de moderación como en 1986, los costes medios de la economía se han desacelerado en torno a 1,5 puntos en relación al año anterior, lo que ha permitido el descenso en la tasa de inflación.

La evolución de los distintos indicadores salariales disponibles confirma la desaceleración de las retribu-

ciones en 1987. El incremento medio salarial pactado en convenios hasta finales de septiembre, referido a un colectivo de cinco millones y medio de trabajadores, se sitúa en el 6,5 %, frente al 8,1 % pactado en 1986. Por su parte, la encuesta de salarios muestra un incremento de la ganancia media por hora trabajada en los nueve primeros meses del año, sobre igual período del año anterior, del 8,0 %, mientras que la ganancia por persona, para idéntico período, registra una evolución más moderada, con un aumento del 7,6 %. Llama la atención la importante reducción de la deriva salarial si se mide por la diferencia entre el incremento salarial pactado y el aumento de la ganancia por persona de la encuesta; aunque en 1986, esa diferencia fue de casi 3 puntos, ello se explica, en buena medida, porque el fuerte crecimiento del empleo en ese año se concentró en colectivos no recogidos por la encuesta de salarios —trabajadores con contratos temporales— y sujetos, presumiblemente, a incrementos salariales por debajo de la media.

La evolución de los indicadores salariales, y la de las variables fiscales que influyen en el coste laboral, permiten esperar una desaceleración de dicho coste en relación a 1986. Además, dado el fuerte crecimiento previsto para el PIB en 1987, es probable que las ganancias de productividad en este año superen a las del año pasado, con lo que el coste del trabajo por unidad de producto puede experimentar una desaceleración en torno a un punto y medio entre ambos años. Este hecho, junto con una menor incidencia de los impuestos indirectos en el alza de los costes —incidencia que fue muy elevada en 1986 debido a la implantación del IVA—, ha permitido un menor crecimiento de los costes medios durante 1987, a pesar de que los costes de los bienes importados se han acelerado notablemente en relación a 1986.

En conjunto, los costes medios pueden haber crecido en torno a un 5,0 %. Si se tiene en cuenta que los precios, medidos por el deflactor del consumo privado, lo harán alrededor de un 5,3 %, se pone de manifiesto el moderado comportamiento que deben haber tenido los márgenes empresariales en un año de fuerte pujanza de la demanda interna, contribuyendo de forma significativa al menor avance de los precios.

APENDICE

Discrepancias en la contabilización del comercio no energético según el registro de caja y según aduanas

El análisis de las discrepancias entre el comercio exterior contabilizado por el registro de caja y por la

Dirección General de Aduanas es un fenómeno muy complejo que excede, con mucho, las pretensiones de esta breve nota. A las diferencias estrictamente metodológicas relacionadas con las características de una y otra estadística se unen, en algunos períodos, movimientos especulativos de adelantos y retrasos en los ingresos y pagos del registro de caja relacionados, en la mayoría de los casos, con expectativas sobre la evolución futura de los tipos de cambio.

Normalmente, las exportaciones no energéticas del registro deben superar a las de Aduanas, ya que aquéllas contabilizan algunos ingresos: ventas de material militar, ventas de productos en consignación, etc., con mayor exactitud que éstas. Por el contrario, el valor de la importación de Aduanas debe superar al del registro, por la inclusión de los pagos por fletes y seguros. El problema básico reside, no obstante, en que, como es sabido, el registro de caja no contabiliza el comercio exterior financiado con créditos comerciales de plazo inferior a un año, que no es anotado, por tanto, hasta el momento en el que se produce el movimiento de las divisas correspondientes.

El análisis de los datos recogidos en el cuadro 17 permite, no obstante, detectar algunos fenómenos importantes. Se observa, por ejemplo, cómo en el cuarto trimestre del año 1985 se produjo una mejora anormal del superávit no energético, según Aduanas, que estuvo relacionado, básicamente, con el adelanto de exportaciones ante la inminente desaparición de la desgravación fiscal a la exportación. El problema fue mucho más complicado al producirse, a la vez, expectativas de depreciación del tipo de cambio que supusieron un adelanto en los pagos de importaciones según caja. El proceso cambió de signo en el primer trimestre de 1986 y, a partir de entonces, los resultados de ese año parecen transcurrir normalmente, incluido el aumento del déficit no energético que, con carácter estacional, suele detectarse en los cuartos trimestres de cada año.

A lo largo de los diez meses del año 1987 con información disponible se está produciendo un importante retraso en la contabilización del déficit no energético en el registro de caja que alcanza un valor de 391 mil millones de pesetas, cifra muy superior a la del mismo período del año anterior. En un solo mes, octubre, la discrepancia ha sido de 106 mil millones. No parece que el origen de estas discrepancias se encuentre en las exportaciones, ya que las diferencias están dentro de un orden razonable, similares a las de los mismos meses de 1986; el retraso en la contabilización de los pagos por importaciones en caja, por el contrario, parece que está aumentando,

17. Comercio no energético

m.m.

	Registro de caja			Aduanas			Caja-Aduanas		
	Export.	Import.	Saldo	Export.	Import.	Saldo	Export.	Import.	Saldo (a)
I TR	929	804	125	875	770	105	54	34	20
II TR	914	785	119	923	835	88	-9	-40	31
III TR	848	792	56	822	747	75	26	45	-19
IV TR	958	862	96	1.095	913	182	-137	-51	-86
1986									
I TR	947	793	154	813	828	-15	134	-35	169
II TR	936	962	-26	942	984	-42	-6	-22	16
III TR	851	946	-95	774	905	-131	77	41	36
IV TR	913	1.075	-162	1.032	1.240	-208	-119	-165	46
1987									
I TR	991	1.111	-120	912	1.144	-232	79	-33	112
II TR	1.064	1.172	-108	1.000	1.218	-218	64	-46	110
III TR	934	1.174	-240	922	1.225	-303	12	-51	63
1987 OCT	337	415	-78	328	512	-184	9	-97	106
1985	3.649	3.253	396	3.715	3.265	450	-66	-12	-54
1986	3.647	3.776	-129	3.561	3.957	-396	86	-181	267
1987 ENE-OCT	3.326	3.872	-546	3.162	40.997	-937	164	-227	391

(a) Un cifra positiva indica un superávit más favorable en el registro de caja o un déficit menor; una cifra negativa indica lo contrario.

siendo su cuantía, hasta octubre, de 227 mil millones de pesetas, 46 mil más que en todo el año 1986.

Con un volumen de importaciones no energéticas creciendo a tasas tan elevadas, el que se agranden las discrepancias entre caja y Aduanas es un fenómeno normal derivado del hecho, ya mencionado, del retraso con que contabilizan habitualmente las salidas de divisas de aquellas importaciones financiadas con créditos comerciales a corto plazo. Es posible que, además, las expectativas sobre tipos de cambio, con unos diferenciales de intereses importantes entre España y otros países desarrollados, hayan supuesto un estímulo adicional para la ampliación de dicho desfase.

En cualquier caso, parece evidente que en el año actual la balanza comercial del registro de caja no habrá anotado en toda su magnitud el empeoramiento derivado del crecimiento de la importación no energética, agudizándose, por esta vía, las discrepancias normales entre el saldo por cuenta corriente según caja y según transacciones. Igualmente, es razonable esperar, en los próximos meses, que el déficit no energético del registro de caja aumente a ritmo muy superior al que ya está aumentando.

28-XII-1987.

Resultados de la Central de Balances 1986

1. INTRODUCCION

El avance, al día 4 de diciembre pasado, de los resultados de la Central de Balances para 1986 agrupa los datos correspondientes a un conjunto de 4.121 empresas. Aunque el procesamiento de cuestionarios de empresas continuará hasta abril de 1988, fecha en que alcanzarán un total que se estima en torno a 6.000, los datos publicados en el avance son ya suficientes para el análisis de la evolución de las empresas españolas en una perspectiva que se remonta hasta 1983.

Una cuestión previa a este análisis es establecer el alcance de las aparentes divergencias que presentan los resultados hasta ahora procesados con respecto a las cuentas nacionales y financieras. Las principales discrepancias se refieren al crecimiento del producto y de la inversión en 1986 y a los procesos de financiación de las empresas.

Por lo que se refiere al primer aspecto, tal como puede observarse en el cuadro 1, los resultados de la Central de Balances arrojan crecimientos de las compras y ventas, del valor añadido y de la inversión inferiores a los datos comparables de la Contabilidad Nacional. Los factores que explican estas discrepancias son de dos tipos: los primeros —y principales— se refieren a las diferencias de metodología y contenido de una y otra fuente. La Central de Balances reúne los datos remitidos voluntariamente por las empresas, que no forman una muestra representativa en sentido estadístico. Como resultado, el conjunto de empresas en la base de datos de la Central de Balances está sesgada hacia las grandes em-

1. Producción e inversión 1986

	Contabilidad nacional	% de crecimiento sobre 1985 (pesetas corrientes) Central de Balances
Producción		
PIB	15,2	—
PIB industrial	15,6	—
Producción o ventas	—	0,3
Valor añadido bruto	—	11,1
Inversión		
Formación bruta de capital	21,8	-12,9
Formación bruta de capital fijo	18,2	10,9

Fuente: Apéndice Estadístico del Informe Anual del Banco de España y Central de Balances.

presas y, dentro de éstas, hacia unos sectores determinados. El sector agrario y el de servicios están muy infrarrepresentados en relación con su peso en la actividad global de la economía. Dentro de la industria, las empresas de sectores básicos (energía, comunicación, transporte, siderurgia, metalurgia de transformación, automóvil, etc.) predominan sobre las de las restantes actividades. Las propias características de la recogida de datos imponen otro de los rasgos particulares de la Central de Balances: el gran peso relativo de las empresas públicas, muy superior al que tienen en el conjunto de la economía española.

A estos aspectos generales que dificultan la extrapolación de los datos de la Central de Balances al total de la actividad, en el año 1986 se superpusieron una serie de factores coyunturales que distorsionan la comparación de magnitudes tales como la producción y la inversión entre 1986 y el año anterior.

Entre ellos destacan: la caída del dólar y de los precios de los productos petrolíferos en 1986, la transformación de la imposición indirecta con la implantación del I.V.A. y los efectos consiguientes sobre la desgravación fiscal a la exportación, la reducción de aranceles y la mayor disponibilidad de bienes de importación, particularmente de bienes de capital.

Así, la evolución de las ventas y las compras, así como la valoración de la inversión en existencias, están fuertemente condicionadas por la brusca caída de los precios del petróleo y sus derivados. Ello, sumado a la baja del dólar, produjo, según las estadísticas de Aduanas, una disminución de los precios en pesetas de los diversos productos energéticos (incluido petróleo, carbón y sus derivados) entre el 30 y el 50 %. Asimismo, el valor de las exportaciones de productos petrolíferos cayó un 50 %. El considerable peso en la Central de Balances de los sectores energético y químico y de las restantes industrias de base (grandes consumidoras de energía) explica tanto la caída en el valor de las existencias, que incide decisivamente en la evolución de la formación bruta de capital, como el escaso aumento de valor de la producción que registra el cuadro 1. De hecho, las empresas de la Central de Balances, excluyendo el sector energético, registraron un aumento de las ventas del 7,4 % y del valor añadido del 11,9 %.

A estas alteraciones debe sumarse el efecto de la sustitución del I.T.E. por el I.V.A. y la desaparición de la desgravación fiscal a la exportación, hechos que no sólo provocan una minusvaloración de las ventas, desigual según el distinto grado de integración de los sectores, sino que, además, aunque en menor

medida, afectan a la cuantificación del valor añadido (1).

Por su parte, el cuadro 2 refleja las diferencias que se registran entre los datos de la Central de Balances, obtenidos de los estados de origen y aplicación de fondos, y los de las Cuentas Financieras. Aunque los datos, en miles de millones de pesetas, no permiten comparaciones rigurosas, se advierte fácilmente que las Cuentas Financieras recogen un apreciable aumento de los pasivos de las empresas y familias, especialmente los contraídos con instituciones financieras; por el contrario, según la Central de Balances, las empresas registraron aumentos insignificantes de sus pasivos totales y cancelaron un gran volumen de créditos.

A este respecto debe destacarse que la Contabilidad Financiera agrupa las cuentas de las empresas no financieras y de las familias. No se dispone de una contabilidad separada del sector de empresas, lo que priva de gran parte de su significación a la comparación entre las cifras señaladas. Por su parte, los datos de las instituciones financieras muestran cómo, en 1986, el segmento más dinámico en la demanda de crédito fue el de las unidades familiares, y, dentro de las empresas, sectores escasamente representados en la Central de Balances: agricultura, comercio, etc.; por el contrario, muchos de los grandes sectores predominantes en la Central de Balances, tales como el energético, metalurgia, minería, material de transporte, etc., registraron escasos aumentos e incluso disminuciones de sus saldos deudores con las instituciones financieras.

Estas consideraciones avalan la necesidad de utilizar los datos de la Central de Balances de acuerdo

(1) A este respecto, véase Central de Balances, Análisis económico financiero. Avance Ejercicios 1985-1986, pp. 7-8.

2. Financiación 1986

m.m.

	Contabilidad Financiera	Central de Balances
	Familias y empresas	Total empresas
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	1.879,4	87,5
Variación de pasivos financieros	3.217,7	29,7
de los que:		
Créditos de instituciones financieras	1.871,2	-626,7

Fuente: Apéndice Estadístico del Informe Anual del Banco de España y Central de Balances.

con su propio significado. Se trata de una información sumamente valiosa para el conocimiento de la situación y evolución de las empresas españolas y, especialmente, de las empresas industriales de tamaño mediano y grande. Proporciona, por tanto, indicaciones muy útiles sobre la evolución de la actividad y los procesos de inversión y de financiación, pero no es posible extrapolar mecánicamente sus resultados al conjunto de sectores y agentes que componen la economía.

2. RENTABILIDAD

Los datos acumulados por la Central de Balances, permiten abordar ya un estudio de la evolución de los resultados de las empresas con alguna perspectiva histórica. Así, en el cuadro 3 se recogen las principales partidas de la cuenta de resultados de un conjunto de 2.500 empresas, de las que se dispone de información desde el año 1983.

En él se observa la continua recuperación que registra, a lo largo de estos años, el beneficio neto total, que pasó del 2,89 % del valor añadido (1) total en 1983 al 8,58 % en 1986, con un incremento, en este último año, del 42,2 % sobre 1985. Debe destacarse, por otra parte, que tal progresión de los beneficios fue simultánea a otros hechos que avalan la solidez de este avance de la rentabilidad de las empresas: por una parte, un apreciable aumento de las dotaciones a amortizaciones y provisiones, que incrementaron su participación relativa en el valor añadido desde el 17,43 % en 1983 al 19,97 % en 1985 y al 20,77 % en 1986 y, por otra, una sensible disminución en la práctica de la activación de intereses, que representaba un 8,75 % del valor añadido en 1984, y un 5,05 % en 1986.

Esta progresión sostenida de los beneficios netos de las empresas se encuentra en relación directa con la evolución de los productos y de los gastos financieros y de personal. Estos últimos, medidos en proporción al valor añadido, registraron una continua disminución entre 1983 y 1986. Sin embargo, el descenso relativo de los gastos de personal en 1986 estuvo muy condicionado por el aumento del valor añadido que produjo la caída de precios de los inputs energéticos y de importación. De hecho, en 1986 se registró una recuperación del empleo en el conjunto de empresas de la Central de Balances que, por pri-

(1) Las fuertes alteraciones registradas en 1986 en el valor de la producción justifican que las cuentas de resultados se presenten en porcentajes sobre el valor añadido, en contra de la costumbre de años anteriores y de los propios documentos de la Central de Balances, en los que las rúbricas de la cuenta de resultados se ofrecen en porcentajes del total de la producción o las ventas.

3. Total de empresas Estados de resultados

	% sobre valor añadido			
	1983	1984	1985	1986
Producción o ventas	303,77	298,95	304,04	277,70
Valor añadido ajustado	100,00	100,00	100,00	100,00
– Gastos de personal	60,94	57,64	56,98	56,18
= Resultado económico bruto	39,06	42,36	43,02	43,82
– Amortizaciones, provisiones y provisiones	17,43	19,46	19,97	20,77
= Resultado económico neto	21,63	22,90	23,05	23,05
– Gastos financieros	29,43	29,35	25,54	22,63
+ Intereses activados	8,75	9,90	6,81	5,05
+ Otros	1,94	0,94	2,40	3,11
= Resultado neto total	2,89	4,39	6,72	8,58

Fuente: Central de Balances.

mera vez desde que se dispone de datos, incrementaron su número de trabajadores, así como una mejora en los salarios reales, derivada de la reducción de la inflación. El cuadro 4, que recoge la evolución del empleo, muestra el aumento del número de ocupados en las empresas de la Central de Balances, que, sin embargo, fue, en términos porcentuales, muy inferior al que registró la E.P.A. Ello se explica por dos razones: en primer lugar, la población ocupada en la industria registró, en ese año, un aumento muy inferior a la ocupada en el sector servicios. Por otra parte, ya se ha comentado cómo las empresas de la Central de Balances mostraron una menor participación en la recuperación de la actividad que otro tipo de unidades productivas. Debe destacarse que las empresas públicas disminuyeron su número de empleados en un 0,8 %, mientras que las privadas registraron un aumento del 1 %. Por último, un aspecto notable fue que el aumento del número de ocupados se centró, exclusivamente, en el personal no fijo, que llegó a representar, en 1986, el 7,6 % del

4. Total de empresas Empleo

	% de aumento sobre año anterior			Estructura		
	Total	Emp. públicas	Emp. privadas	Total	Fijos	No fijos
1983	0,0	0,0	-0,1	100,0	94,5	5,5
1984	-2,1	-2,7	-1,8	100,0	94,3	5,7
1985	-1,2	-1,7	-0,9	100,0	94,0	6,0
1986	0,3	-0,8	1,0	100,0	91,4	7,6

Fuente: Central de Balances.

total ocupado en este conjunto de empresas, frente al 5,5 % en 1983.

El hecho de que, en 1986, se presentara, por primera vez un aumento simultáneo de los beneficios y del empleo debe atribuirse a dos factores: por una parte, el aumento del valor añadido derivado de la reducción de los precios de las materias primas y de los bienes de capital importados en ese año, y, por otra, la evolución de los gastos financieros. Estos últimos registraron en 1986 un descenso muy apreciable, en buena medida originado por el curso descendente de los tipos de interés pero, sobre todo, reflejo del esfuerzo de saneamiento financiero de las empresas, aspecto crucial en la mejora de su rentabilidad. La evolución de ésta para el conjunto de empresas agrupado en la Central de Balances queda de manifiesto en el cuadro 5, en el que se aprecia la recuperación continuada de diversas medidas de los resultados que, si bien en términos absolutos distan de ser satisfactorias, ofrecen una perspectiva alentadora.

3. INVERSION Y FINANCIACION

En la introducción de este artículo se ha hecho referencia a las profundas alteraciones en los precios relativos y los problemas de valoración que se plantean en la comparación entre 1985 y 1986 de la inversión realizada por las empresas de la Central de Balances. No obstante, del cuadro 6, que resume los estados de origen y aplicación de fondos de las empresas de las que se dispone de información para 1984, 1985 y 1986, pueden extraerse algunas conclusiones básicas. Por una parte, destaca el aumento del inmovilizado material, que se corresponde, casi exactamente, con la formación bruta de capital fijo de estas empresas. Este avance, aunque sensible, fue muy inferior al del conjunto de la economía, lo que, sumado a la práctica estabilización del activo

6. Total de empresas Estados de origen y aplicación de fondos

	1984	1985	1986
Recursos totales	1.986,1	2.737,6	1.359,1
Recursos generados	935,5	1.155,1	1.422,0
<i>de los que: autofinanciación neta</i>	<i>653,2</i>	<i>820,1</i>	<i>1.001,8</i>
Aportación de accionistas	266,5	287,7	365,3
Financiación ajena	784,1	1.294,8	-428,2
<i>Subvenciones de capital</i>	<i>179,0</i>	<i>208,4</i>	<i>111,3</i>
<i>Obligaciones y títulos de renta fija</i>	<i>282,2</i>	<i>284,3</i>	<i>227,0</i>
<i>Préstamos a medio y largo plazo</i>	<i>255,7</i>	<i>645,4</i>	<i>-675,3</i>
<i>Préstamos a corto con coste</i>	<i>67,2</i>	<i>156,7</i>	<i>-91,2</i>
Empleos totales = Recursos totales	1.986,1	2.737,6	1.359,1
Inmovilizado	1.556,9	1.483,8	1.380,7
<i>Material</i>	<i>895,8</i>	<i>818,2</i>	<i>909,0</i>
<i>Financiero</i>	<i>113,1</i>	<i>227,9</i>	<i>128,1</i>
<i>Otros: inmaterial, gastos amortizables, intereses activados</i>	<i>548,0</i>	<i>437,7</i>	<i>343,6</i>
Circulante neto	429,2	1.253,8	-21,6
<i>Del que: existencias</i>	<i>-59,1</i>	<i>88,8</i>	<i>-97,5</i>

Fuente: Central de Balances.

circulante (1), constituye otro signo de que el conjunto de empresas agrupado por la Central de Balances participó en mucha menor medida que el resto del aparato productivo en la expansión de la actividad registrada en 1986.

Tal evolución tiene su reflejo en las rúbricas correspondientes a los recursos, en las que se observa una fuerte caída en el volumen de financiación ajena, particularmente en los préstamos a medio y largo plazo. En contrapartida, las aportaciones de los accionistas experimentaron un fuerte aumento relacionado, en parte, con el alza de los precios en Bolsa, que permitió la captación de un mayor volumen de recursos a través de ampliaciones de capital. De forma aún más acusada aumentó la autofinanciación de las empresas, consecuencia de la mejora de resultados en el ejercicio.

Parece, por tanto, que, en 1986, las empresas agrupadas en la Central de Balances destinaron la mayor parte los recursos obtenidos por la mejora de sus resultados a intensificar el proceso de saneamiento financiero emprendido en años anteriores, a través, fundamentalmente, de la cancelación de créditos obtenidos de las instituciones financieras y que, por el

5. Total de empresas Rentabilidad

	1983	1984	1985	1986
Rentabilidad económica bruta (a)	10,2	10,4	10,7	11,3
Rentabilidad económica del activo neto (b)	4,9	6,6	7,1	8,0
Rentabilidad financiera de los recursos propios (c)	*	*	1,7	3,5

(a) Resultado económico bruto/Inmovilizado material bruto + activo circulante neto.

(b) Resultado económico neto + ingresos financieros/Activo neto.

(c) Resultado neto total (después de impuestos)/patrimonio neto.

* Cifra negativa.

(1) Recuérdese que la disminución de las existencias fue motivada, en buena medida, por la caída de los precios de los productos de importación en general, y de los energéticos en particular.

7. Total de empresas Ratios de estructura y financiación

	%			
	1983	1984	1985	1986
Autonomía financiera (a)	45,71	45,55	44,42	47,14
Tasa de endeudamiento (b)	118,72	119,52	125,10	112,12
Cobertura de las necesidades financieras permanentes por la autofinanciación	28,20	30,77	31,60	67,80

(a) Patrimonio neto/pasivo remunerado.

(b) Recursos ajenos/recursos propios.

Fuente: Central de Balances.

momento, el aumento de la rentabilidad indujo sólo una pequeña expansión de la capacidad productiva.

Aunque las cifras del cuadro 7 no son exactamente comparables entre sí, puesto que no recogen las mismas empresas a lo largo de todo el período, en él se observa cómo, en el año 1986, el esfuerzo de saneamiento fue mayor y se tradujo en una mejora más apreciable de la estructura financiera, tras el deterioro de 1985, atribuible al importante volumen de recursos captados para financiación del circulante. Sin embargo, la estructura financiera de las empresas de la Central de Balances se sitúa todavía en torno a parámetros muy similares a los de 1983. A pesar del espectacular aumento de la autofinanciación en 1986, ello podría indicar que, para muchas de estas empresas, el proceso de saneamiento podría continuar en el futuro próximo.

4. LAS EMPRESAS PÚBLICAS Y LAS EMPRESAS PRIVADAS

La Central de Balances recoge los datos enviados por la casi totalidad de las empresas públicas. Esta información reviste particular interés, por lo que a continuación se resumen brevemente las líneas más importantes de su evolución en los últimos años.

El cuadro 8 compara las cuentas de resultados de las empresas públicas y privadas de las que se dispone de datos para los años 1983 a 1986. Aunque buena parte de las diferencias observables podrían considerarse propias de las distintas estructuras de producción de los sectores en que ambos grupos de empresas ejercen su actividad, por lo que la comparación podría no ser exactamente ajustada, el cuadro es suficientemente expresivo de los problemas de las empresas públicas. Estas incurren en los costes propios de empresas altamente intensivas en capital: elevadas dotaciones para amortizaciones y cuantiosas cargas financieras, hecho este último que se refleja de forma concluyente en el "pro-memoria", donde los gastos financieros se ponen en relación con la magnitud que financian: la producción. Al propio tiempo, tienen unos costes de personal superiores a los de las empresas privadas, que deben hacer frente a menores amortizaciones y gastos financieros.

Esta impresión negativa, sin embargo, queda atenuada por la rápida mejora de los resultados de las

8. Empresas públicas y privadas Estados de resultados

	% sobre valor añadido							
	1983		1984		1985		1986	
	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas
Producción o ventas	220,65	353,86	216,45	348,07	226,19	348,68	207,73	317,46
Del cual: subvenciones de explotación	15,98	0,78	19,20	0,77	16,46	0,77	15,08	0,54
Valor añadido ajustado	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
-Gastos de personal	61,58	60,54	58,07	57,36	57,72	56,59	56,71	55,87
=Resultado económico bruto	38,42	39,46	41,93	42,64	42,28	43,41	43,29	44,13
-Amortizaciones, prev. y prov.	20,55	15,57	21,30	18,41	24,12	17,54	26,03	17,78
=Resultado económico bruto	17,87	23,89	20,63	24,23	18,16	25,87	17,26	26,35
-Gastos financieros	30,19	28,98	30,11	28,89	26,46	25,00	23,62	22,10
+Otros (netos)	6,41	13,30	5,30	14,20	6,44	10,81	7,07	8,83
=Resultado neto total	-5,91	8,21	-4,18	9,54	-1,86	11,68	0,71	13,08
PRO MEMORIA:								
Gastos financieros (% sobre producción o ventas)	13,68	8,19	13,91	8,30	11,67	7,17	11,37	6,96

Fuente: Central de Balances.

9. Empresas públicas y privadas
Ratios de rentabilidad, financiación y estructura financiera

%

	1983		1984		1985		1986	
	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas	Públicas	Privadas
Rentabilidad económica del activo neto	3,40	5,83	5,34	7,40	5,73	7,88	6,08	9,14
Rentabilidad financiera de los recursos propios	*	2,99	*	3,40	*	4,43	*	6,00
Cobertura de las necesidades financieras permanentes por autofinanciación	18,81	35,39	19,64	38,76	22,86	38,26	74,62	64,99
Subvenciones de capital/recursos totales	19,56	0,87	29,48	1,32	16,74	1,35	18,69	1,44
Autonomía financiera	38,28	50,75	40,47	48,96	40,47	46,83	44,46	48,77
Endeudamiento	161,23	97,00	147,04	104,23	147,07	113,51	124,91	105,03

Fuente: Central de Balances.

* Cifra negativa.

empresas públicas, que pasaron de experimentar elevadas pérdidas en 1983 a registrar un modesto beneficio en 1986. Asimismo, debe señalarse que tal mejora fué simultánea con una apreciable reducción de las subvenciones de explotación desde 1984 y con un sensible aumento de las dotaciones para la reposición del aparato productivo, lo que indica que dicha recuperación de la rentabilidad se apoya sobre bases sólidas.

de las empresas públicas recaen sobre el presupuesto público.

29-XII-87.

El elevado peso de los gastos financieros en la cuenta de resultados es una consecuencia de la menor rentabilidad de estas empresas, que, en el pasado, les llevó a un debilitamiento de su estructura financiera y a una mayor dependencia de la financiación ajena, a pesar de la importancia que las subvenciones de explotación y de capital mantienen entre sus fuentes de recursos.

No obstante, debe destacarse que la empresa pública mejoró notablemente sus ratios financieros en los últimos años y, a través de un considerable esfuerzo de saneamiento, acercó progresivamente su estructura financiera a la de las empresas privadas, tal y como se aprecia en el cuadro 9. En esta mejoría de su situación, sin embargo, intervino, tanto o más que el aumento de los recursos generados por estas empresas, la aportación del Estado a través de la suscripción de ampliaciones de capital que, en última instancia, podrían no diferir en su función de las subvenciones. En efecto, la aportación de los accionistas de las empresas públicas (en su mayor parte, realizadas por el Estado), pasó del 16,2 % de los recursos totales en 1983 al 33,1 % en 1986, lo que, en definitiva, significa que, a menos que estas empresas retribuyan con sus resultados dichas aportaciones, se habría producido solamente una modificación contable (sustituyendo subvenciones por aportaciones de capital) en las vías por las que las pérdidas

Información del Banco de España

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

Modificaciones en noviembre de 1987

BANCOS	Tipos preferenciales				Descuertos 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
COMERCIALES												
BNP ESPAÑA (9-XI-87)	15,92	14,50	16,99	16,00	=	=	(=)	(=)	16,99	16,00	16,42	15,50
SANTANDER DE NEGOCIOS (26-XI-87)	=	=	16,99	16,00	17,72	17,00	18,11	17,00	15,87	15,00	=	=
SINDICATO BANQUEROS DE BARNA (20-XI-87)	=	=	=	=	=	=	=	=	16,42	15,50	=	=
INDUSTRIALES												
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL (19-XI-87)	=	=	15,86	15,00	=	=	=	(=)	14,70	14,50	=	=
EXTRANJEROS												
BARCLAYS BANK INTERNAT. (26-XI-87)	=	=	=	=	=	=	=	=	16,71	15,75	=	=
BRASIL (20-XI-87)	14,53	=	16,83	=	=	=	(3,00)	=	=	=	=	=
COMERCIAL ITALIANA (20-XI-87)	=	=	=	=	=	=	=	(=)	16,99	16,00	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (18-XI-87)	=	=	14,00	=	18,75	=	18,75	=	14,75	=	=	=
DRESDNER BANK (11-XI-87)	14,75	14,00	14,75	14,75	=	23,00	=	23,00	15,30	14,50	14,50	14,50
FIRST N. BANK OF CHICAGO (3-XI-87)	15,03	14,75	14,50	14,50	=	=	(=)	(=)	15,03	14,75	15,00	15,00
..... (12-XI-87)	15,73	14,88	14,75	14,75	=	=	(=)	(=)	15,73	14,88	=	=
..... (19-XI-87)	15,87	15,00	14,94	14,94	21,94	=	(=)	(=)	15,87	15,00	=	=
..... (25-XI-87)	16,12	15,13	15,00	15,00	=	=	(=)	(=)	16,16	15,13	=	=
G. BANCO BELGA (18-XI-87)	17,12	15,50	16,42	15,50	23,21	=	=	(=)	16,99	16,00	15,86	15,00
LONDRES Y AMÉRICA DEL SUR (20-XI-87)	=	=	19,25	18,00	=	=	=	(=)	=	=	19,25	18,00
NATIONALE DE PARIS (9-XI-87)	15,92	14,50	16,99	16,00	=	=	(=)	(=)	16,99	16,00	16,42	15,50
NAZIONALE DEL LAVORO (4-XI-87)	14,48	13,75	16,70	15,75	23,88	22,00	20,97	19,50	=	=	=	=
SUMITOMO (25-XI-87)	=	=	18,00	16,90	20,00	0,00	(2,00)	0,00	18,00	16,90	=	=
TOKYO (4-XI-87)	=	=	17,83	16,75	=	=	(=)	(=)	17,55	16,50	=	=
CAJAS DE AHORRO												
BARCELONA PENSIONES (26-XI-87)	=	10,50	13,92	13,25	=	18,00	(=)	(2,00)	12,28	11,75	15,31	14,50
BILBAO MUNICIPAL (3-XI-87)	11,79	11,00	14,75	14,00	=	22,00	(=)	=	=	=	0,00	=
VITORIA (10-11-87)	13,24	=	13,65	=	=	=	(=)	=	=	=	14,75	=

(a) Sólo se listan las entidades que hayan variado alguno de los tipos practicados.

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO	PUBLICACION EN EL «BOE»
27/87, de 20 de octubre	Entidades delegadas. Mercado de divisas de contado. Mercado de divisas a plazo. Operaciones con billetes extranjeros. Envío y recepción a/del exterior de billetes, moneda metálica y efectos.	10 diciembre 1987

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Oficio circular de 17 de noviembre de 1987 (Ref. Int. CV 17/87)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Coeficiente de caja.

CORRECCIONES A LAS CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	CONTENIDO
20/87, de 29 de junio	Anula y sustituye la página 2.

