

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

ESPAÑA

Informe sobre las consultas del Artículo IV de 1981

Preparado por funcionarios del Fondo sobre las consultas
celebradas en 1981 con España

Aprobado por Brian Rose y Subimal Mookerjee

22 de febrero de 1982

I. Introducción

Un equipo de funcionarios del Fondo integrado por el Sr. Brian Rose, la Sra. T. Ter-Minassian (Departamento de Europa), los Sres. M. S. Khan (Departamento de Relaciones Cambiarias y Comerciales), G. Kopits y E. Croce (Departamento de Europa) y la Srta. I. Jones (secretaria, Departamento de Europa) visitó Madrid del 1 al 15 de diciembre para celebrar conversaciones en el marco de las consultas del Artículo IV. Los representantes de España incluyeron funcionarios del Ministerio de Economía y Comercio, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España. Los miembros de la misión se reunieron con el vicepresidente económico del Consejo de Ministros, Sr. J. A. García Díez y el Gobernador del Banco de España, Sr. J. R. Álvarez Rendueles. El Sr. A. Buira, Director Ejecutivo por España, asistió a algunas de las reuniones en calidad de observador. España continúa acogéndose al régimen transitorio previsto en la Sección 2 del Artículo XIV del Convenio Constitutivo.

II. Informe sobre las deliberaciones

1. Antecedentes

Desde 1975 la economía española se ha encontrado en una situación en la que se combinan un estancamiento de la actividad económica, un aumento acelerado del número de parados y la persistencia de una tasa de inflación relativamente alta. Desde 1979 la balanza de pagos por cuenta corriente ha arrojado un déficit de apreciable volumen. Las raíces de estos problemas son complejas y tienen que ver con condiciones sociopolíticas a la vez que económicas, ya que España ha venido atravesando un período de transición política que, aunque señalado por el éxito, no siempre ha sido fácil.

Cuando se presentó la primera crisis del petróleo la economía española dependía en grado elevado de la energía importada; también contaba con relativamente pocos recursos naturales y estaba caracterizada por un sector agrario débil y una base industrial que no estaba ni suficientemente diversificada ni era tecnológicamente avanzada. Las medidas de política que se tomaron como reacción ante la crisis fueron también inadecuadas, pues los precios internos de la energía no aumentaron a un nivel que reflejara plenamente el aumento de los precios exteriores. Al mismo tiempo que la economía tenía que hacer frente a una cuantiosa pérdida en su relación de intercambio (equivalente a casi el 4 por ciento del PIB en 1974), los costes por concepto de salarios reales también aumentaron aceleradamente debido a las presiones que los sindicatos obreros ejercieron y que los empleadores no pudieron o no estuvieron dispuestos a frenar. Además, en el sector público los salarios también se elevaron acusadamente. Entre el fin de 1973 y el de 1978 los salarios reales por hombre en el sector industrial subieron casi el 50 por ciento, tasa que fue casi el doble de la registrada en Italia, país de entre los de la OCDE donde se registró el segundo aumento en orden de importancia, y muy superior al aumento de la productividad. Frente a estos cambios sustanciales de los precios relativos, las empresas reaccionaron reduciendo progresivamente la expansión del producto y la capacidad así como el empleo. La inversión en activos fijos se redujo durante cinco años consecutivos, de 1975 a 1979, y el empleo se redujo casi el 6,5 por ciento durante ese mismo período.

A medida que comenzaron a surgir consideraciones de pagos, las autoridades iniciaron un programa de estabilización en 1977, que incluyó una política monetaria más estricta y una marcada devaluación de la peseta. Con estas políticas se establecieron las bases para una notable mejora de la balanza de pagos y una moderación significativa de la tasa de inflación en 1978. Se redujo también la tasa de aumento de los salarios, si bien manteniéndose relativamente alta en comparación con los aumentos internacionales. Sin embargo, la reducción del empleo continuó a una tasa acelerada y en 1980 el número de parados se situó en el 12,6 por ciento de la población activa. Aparte de los crecientes costes sociales, la caída de la actividad y empleo también ejerció grandes presiones en el presupuesto, que ya venía sufriendo los efectos de políticas destinadas a una redistribución significativa del ingreso mediante mejoras de las prestaciones sociales. Las crecientes necesidades de financiación del sector público repercutieron crecientemente en la política monetaria, con lo cual se hizo progresivamente difícil el lograr una reducción sustancial de la inflación.

La mejora de la posición de pagos resultó ser de corta duración, al tener que hacer frente la economía al segundo aumento de los precios del petróleo, que fue a añadirse a la pérdida sustancial de competitividad ocasionada principalmente por la marcada depreciación de la peseta que tuvo lugar durante 1978 y el primer semestre de 1979. La balanza corriente, que había arrojado un superávit equivalente al 1,1 por ciento del PIB en 1978, se deterioró significativamente en el segundo semestre

de 1979 al debilitarse la exportación y aumentar vertiginosamente la importación, pese al mantenimiento de una demanda interna relativamente estable.

2. Evolución reciente

La desaceleración de los costos salariales obtenida mediante los esfuerzos de estabilización llevados a cabo en 1977-78 y el crecimiento sostenido de la productividad que, sin embargo, se logró sobre todo gracias a la eliminación del exceso de mano de obra, produjeron una mejora moderada de las utilidades empresariales. Este hecho contribuyó en 1980 a cierta recuperación de la inversión privada, que recibió también el apoyo de mayores gastos de capital por parte del sector público. Con el estímulo de un marcado aumento de los precios internos de la energía a partir de 1979, los esfuerzos de inversión fueron de especial importancia respecto a proyectos relacionados con la energía. La tasa de crecimiento del producto se aceleró al 1,5 por ciento, frente a apenas un poco más del 0,5 por ciento en 1979. La desaceleración de la tasa de crecimiento de los costos laborales, junto con el efecto favorable producido por una cosecha excepcional, también contribuyó a que la tasa de inflación se mantuviera prácticamente invariable al nivel de 15,5 por ciento aproximadamente pese al marcado aumento de los precios de las importaciones.

En 1980 la posición exterior se vio afectada por los efectos desfavorables de una gran pérdida en la relación de intercambio y el impacto rezagado del deterioro de la posición competitiva registrado en 1978-79, todo lo cual dio lugar a un déficit de la balanza por cuenta corriente equivalente a \$5.000 millones (2,4 por ciento del PIB). Sin embargo, la adopción de una política de depreciación gradual del tipo de cambio durante 1980 y la continua reducción del crecimiento de los costos estuvieron el fundamento para una mejora en 1981 de la posición exterior al recuperarse marcadamente el volumen de las exportaciones en el curso del año y reducirse al mismo tiempo el de las importaciones ^{1/}. Se produjo por primera vez un descenso de la demanda interior, que obedeció tanto a la reducción del ingreso disponible real de las unidades familiares como a un cambio de signo en la acumulación de existencias, en gran parte especulativa, que había tenido lugar en los dos años anteriores. En esta reducción de las existencias los principales factores fueron una política de tipo de cambio más acorde con la realidad y una política monetaria más estricta que incluyó un aumento significativo de los tipos reales de interés.

El crecimiento relativamente modesto de la actividad económica (se estima que el PIB aumentó menos del 1 por ciento en 1981) se reflejó en la continua reducción del empleo y en otro salto pronunciado del número

^{1/} Las estimaciones correspondientes a 1981 son todavía provisionales y están sujetas a cierto margen de error, que es especialmente significativo en lo que se refiere al comercio exterior debido a problemas técnicos surgidos en la elaboración de los deflatores.

de parados, que se situó en casi el 15 por ciento de la población económicamente activa hacia fines de año. Las condiciones del mercado laboral contribuyeron a otra pequeña moderación de los costos laborales y de la inflación, que se redujo al 14,5 por ciento pese al renovado auge del precio de las importaciones.

El continuo deterioro de la relación de intercambio y el creciente coste del servicio de la deuda exterior contrarrestaron la mejora de la balanza comercial real, lo que produjo otro aumento del déficit de balanza por cuenta corriente, situándose éste en casi el 3 por ciento del PIB. El déficit se financió en su mayor parte mediante entradas de capital a largo plazo, tanto privado como público. Tras registrarse pérdidas considerables de reservas en los primeros meses del año, la balanza global pasó a ser superavitaria en el segundo semestre, lo que obedeció no sólo a factores estacionales sino también a condiciones monetarias internas de relativa restricción y a cierta mejora de la balanza por cuenta corriente. Respecto a todo el año se calcula que las pérdidas de reservas han sido inferiores a \$1.000 millones. En el transcurso del año las autoridades intervinieron frecuentemente para aliviar la reducción del valor de la peseta frente al dólar de EE.UU. También en el curso del año el tipo de cambio efectivo se depreció más del 11 por ciento (4,3 por ciento en términos reales; gráfico 1).

3. Política económica

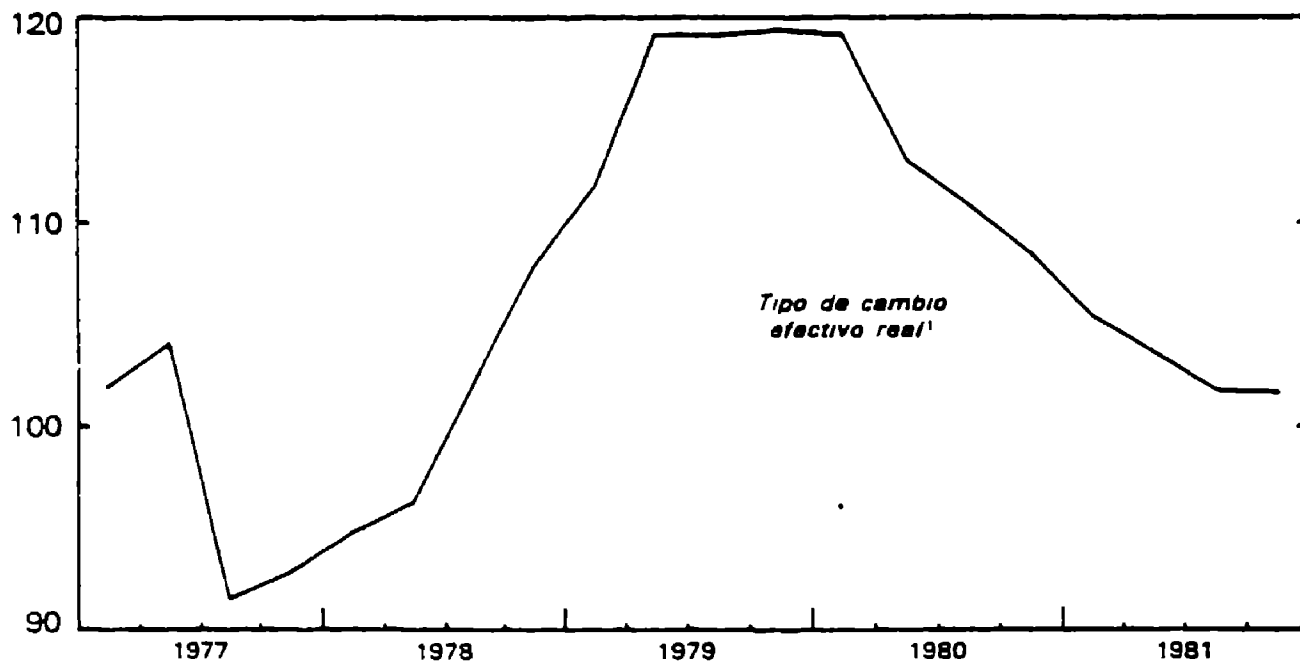
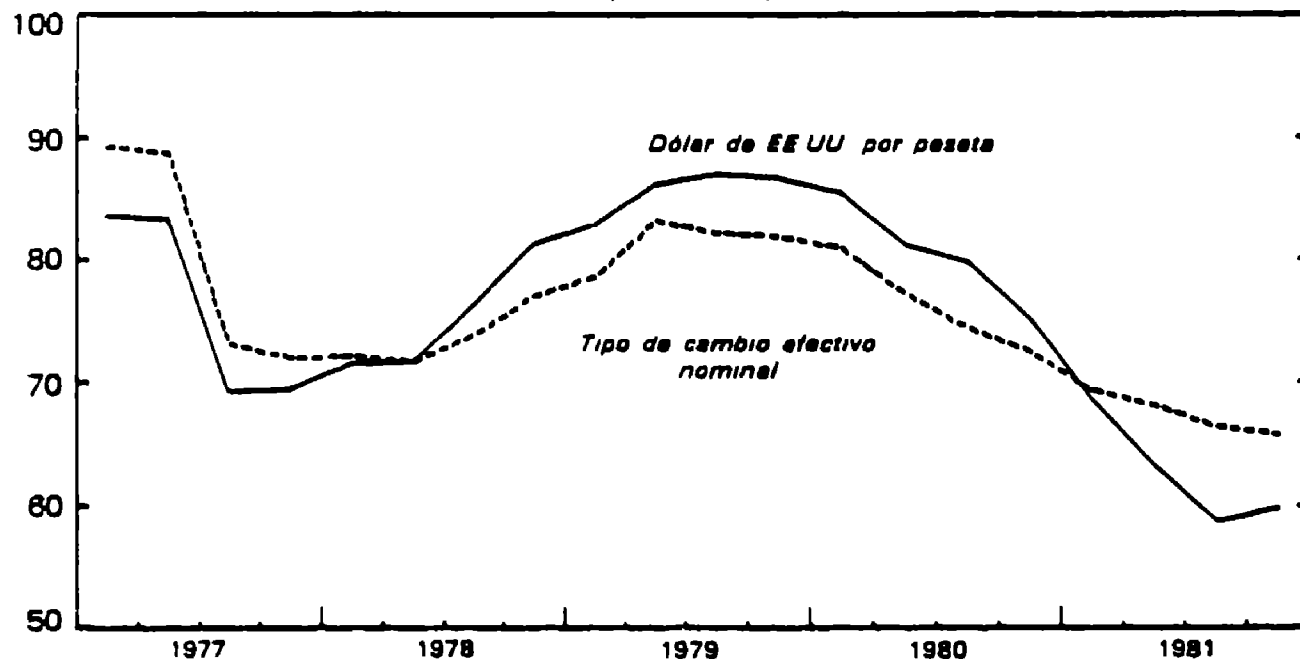
a. Estrategia general para 1982

Aunque las autoridades españolas reconocen la necesidad de llevar a cabo un ajuste de los pagos y tienen también interés en reducir la elevada tasa de inflación, lo que les preocupa sobre todo es el implacable aumento del desempleo. La intensificación de las medidas de política tradicionales de regulación de la demanda con miras a reducir la inflación exacerbaría el problema ya grave del paro. Por consiguiente, las autoridades han cambiado de política adoptando ahora una estrategia algo más orientada hacia la oferta. Reconociendo como hecho que la principal raíz de la caída del empleo se encuentra en una tasa de aumento excesivamente elevada, aunque decreciente, de los salarios reales registrada durante los últimos años, las autoridades han procurado y obtenido, colectivamente, un pacto social que prevé una pequeña reducción de los salarios reales (Acuerdo Nacional sobre el Empleo, o ANE). Al propio tiempo, el Gobierno ha emprendido también un programa acelerado de inversiones públicas, ha reducido algo la carga tributaria de las empresas privadas y ha aumentado los incentivos fiscales a la inversión, en particular en esferas relacionadas con la energía. Se espera que estas distintas medidas se traduzcan en una solución de compromiso entre el crecimiento y la inflación a corto plazo y, lo que es más importante, induzca a una tasa superior de inversión privada a plazo más largo.

Los representantes españoles hicieron hincapié en que si bien el Gobierno estaba dando prioridad al cumplimiento de los objetivos de empleo, el progreso en materia de inflación continuaba siendo una

GRÁFICO 1
ESPAÑA
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

(1975 = 100)



Fuente: Estadísticas financieras internacionales del Fondo Monetario Internacional.
¹ Precio relativo de consumo ajustado por las variaciones del tipo de cambio

importante meta de la política económica. En el acuerdo tripartito la meta para 1982 en materia de inflación se fijó en el 12 por ciento, y la política monetaria se está formulando de tal manera que, con la ayuda de la moderación que se espera tanto de los aumentos de los costes interiores como de los precios de importación, se logre ese objetivo.

La tendencia ascendente del volumen de exportación en 1981 y la estabilización, o incluso mejora, de la relación de intercambio que se espera en 1982 proporciona, en opinión de las autoridades españolas, un margen favorable para un aumento moderado de la demanda interior sin correr el riesgo de tropezar con consideraciones de pagos. Sin embargo, las autoridades se dan perfecta cuenta de que, para que sea sostenible a largo plazo, la recuperación debe basarse en un nivel creciente de la inversión productiva y estar respaldada por un continuo crecimiento de la exportación. A este respecto, son conscientes de la importancia de un cambio radical en la tendencia cada vez más desfavorable del ahorro del sector público y de una reorientación significativa de la composición del gasto público para dar mayor importancia a la inversión productiva.

b. Políticas salariales y de empleo

La principal característica del acuerdo tripartito entre el Gobierno, los sindicatos obreros y la federación de empleadores (el primer acuerdo que firmaron tanto los sindicatos socialistas como los comunistas) es que, en él, los interlocutores sociales se comprometen a mantener en 1982 los aumentos salariales contractuales dentro de un margen del 9-11 por ciento, excepto en lo que hace a las empresas que atraviesan dificultades, las cuales están autorizadas para conceder aumentos menores. Este acuerdo depende de que la tasa de inflación no pase del 12 por ciento y contiene una cláusula para el ajuste automático de los salarios si los precios rebasan ese tope. La contrapartida principal de esta reducción de los salarios reales es el compromiso por parte del Gobierno de promover la creación de 350.000 puestos de trabajo que, en vista de las previstas pérdidas de puestos en algunos sectores, se consideran necesarios para que a fines de 1982 el empleo pueda volver al nivel que tenía en junio de 1981.

El logro de esta meta habrá de fomentarse en primer lugar mediante un aumento de la tasa de inversión pública, que se estima crecerá en más del 5 por ciento en términos reales en 1982. Se prevé que se dará prioridad a los proyectos que ofrezcan posibilidades relativamente grandes de creación de puestos de trabajo. A fin de estimular la creación de empleo en el sector privado, en el acuerdo se contempla que el presupuesto se haga cargo del 90 por ciento de las aportaciones al sistema de seguridad social en el caso de empresas que contraten obreros anteriormente desempleados, y un recargo sobre las aportaciones por trabajo efectuado en horas extraordinarias, cuyo objeto es desalentar el uso de este último. En el acuerdo también se prevé ciertas mejoras en las prestaciones del seguro de desempleo.

Los representantes españoles hicieron hincapié en que se esperaba que el acuerdo tripartito tuviera un impacto favorable importante en las relaciones industriales y en las perspectivas de beneficios e inflación en 1982. Aunque algunas de las medidas previstas en el acuerdo suponen un gasto directo apreciable en el presupuesto del sector público, el coste quedaría a la postre contrarrestado por el efecto beneficioso que produciría en el propio presupuesto la reactivación de la actividad económica y la contención del desempleo. No obstante, reconocieron que desde que se había concertado el acuerdo en junio de 1981 el número de parados había aumentado aproximadamente en 100.000, lo cual moderaba el optimismo que los había animado con respecto a la meta fijada para el empleo.

En lo que se refiere a una perspectiva a más largo plazo, los representantes españoles señalaron que los costes de contratación y cesantía de trabajadores continuaban siendo elevados, pese a la liberalización de la legislación obrera que había tenido lugar en los últimos años. Las perspectivas de empleo a más largo plazo mejorarían ciertamente si se tomaban medidas que eficazmente promovieran una mayor movilidad obrera, de modo que algunas de las industrias tradicionales que necesitan reducir su capacidad puedan hacerlo (tales como la siderúrgica, naviera, textil, etc.), y aumentarla las que tienen mayores posibilidades de desarrollo.

c. Política fiscal

Desde mediados de los años setenta se ha registrado un continuo deterioro de las finanzas públicas. El ingreso tributario (incluidas las aportaciones a la seguridad social) ha dado muestra de relativo dinamismo; la razón entre el impuesto y el PIB aumentó en más de 5 puntos porcentuales durante el período, situándose en más del 26 por ciento en 1981, en parte debido al efecto favorable de la reforma tributaria llevada a efecto en 1978, que incluyó el remplazo de los impuestos cedulares con un impuesto unificado sobre la renta de las personas físicas, y a la que acompañaron mejoras significativas de la administración y recaudación tributarias. Sin embargo, el crecimiento de los gastos, especialmente de los gastos corrientes, superó con creces el de los ingresos. El rápido incremento del gasto público se debió sobre todo a medidas que tenían como meta la redistribución del ingreso, por ejemplo, aumentos de las prestaciones sociales y ampliación de la cobertura de éstas, y la escalada de los costes presupuestarios ocasionada por el seguro de desempleo y las políticas de apoyo al empleo tanto en el sector público como en el privado. Todo ello tuvo como resultado que el déficit global de las administraciones públicas se elevara de una cuantía insignificante a mediados de los años setenta a un nivel estimado en el 4,3 por ciento del PIB sobre la base de las cuentas nacionales, o el 4,7 por ciento del PIB sobre la base de valores efectivos, o sea, casi el doble de las cifras inicialmente previstas.

El presupuesto inicial de 1982 se ajusta a la meta de reducir el déficit como porcentaje del PIB, dándoseles al mismo tiempo apoyo a los objetivos de empleo a que el Gobierno se ha comprometido conforme al

ANE. Con este fin el aumento de los salarios de los funcionarios públicos se limitó al 9 por ciento y se está tratando de moderar el aumento del número de funcionarios. Además, se elevaron las tasas de algunos impuestos indirectos, se fijó en el 10 por ciento el aumento de las pensiones y se hizo más estricto el derecho a recibir ciertas prestaciones sociales. Aparte de las medidas contempladas en el ANE, se fomentarán los objetivos de empleo mediante la ayuda a las industrias en proceso de reestructuración, incluida la medida de que el presupuesto del Estado se haga cargo de la deuda pasada del grupo empresarial integrado en el Instituto Nacional de Industria (INI).

En conjunto, se prevé que en el presupuesto inicial el déficit del gobierno general en 1982 sea de aproximadamente Ptas 626.000 millones (3,2 por ciento del PIB) sobre la base de las cuentas nacionales. Los representantes españoles reconocieron que existe un gran riesgo de que algunas partidas de gasto sobrepasen la meta y de que se registren insuficiencias en algunos ingresos tributarios. Subrayaron que tanto las estimaciones sobre el ingreso como las proyecciones correspondientes a las prestaciones por concepto de desempleo dependían de que se alcanzaran las metas de empleo previstas en el ANE. Existía también la probabilidad de que se necesitaran asignaciones presupuestarias suplementarias para financiar la ayuda adicional que tuviera que prestárseles a las industrias que atravesaran por dificultades, en parte en cumplimiento de los compromisos relativos a la reestructuración industrial aprobada a mediados de 1981. Las autoridades opinaron que, en total, estas cantidades en exceso de las previstas podrían aumentar el déficit presupuestario al menos en el equivalente de medio punto porcentual del PIB.

Los representantes españoles indicaron que a medio plazo el proceso de descentralización regional y local ahora en marcha y las perspectivas del sistema de seguridad social eran motivo de preocupación desde el punto de vista de las finanzas públicas. Sería esencial garantizar que la transferencia de responsabilidades financieras a las nuevas entidades autónomas regionales no diera lugar a la repetición de funciones ni a un crecimiento excesivo del número de empleados públicos. En lo que se refiere a la seguridad social, los representantes españoles indicaron que el Gobierno había nombrado recientemente una comisión, en la que participarían los interlocutores sociales, con el objeto de presentar recomendaciones para una amplia reforma del sistema, reconociendo el auge de ineficiencias y despilfarro. Aunque todavía no se había tomado ninguna decisión, parecía probable que para asegurar la viabilidad a más largo plazo del sistema sería necesario limitar la función del sector público en el campo de la seguridad social a la prestación de un mínimo de servicios convenidos por todos los grupos sociales, y que el sector privado desempeñara una función mayor en la prestación de servicios adicionales. La reforma tendría también que vincularse con un cambio de los métodos de financiamiento del sistema de modo de reducir la carga que los gastos sociales representan para los costes de mano de obra y que, pese a recientes reducciones, continúa siendo elevada si se la compara con los niveles internacionales. Al respecto, el impuesto al valor añadido, cuya introducción se ha fijado actualmente para 1984, podría proporcionar el margen necesario para hacer otras reducciones en las

aportaciones a la seguridad social, y representar una forma de tributación más eficiente y elástica con respecto al ingreso que el actual impuesto sobre la cifra de negocios.

d. Política monetaria

Durante varios años las autoridades españolas han formulado la política monetaria dentro del marco de una meta cuantitativa anual para la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas (M3), y en armonía con el comportamiento esperado del producto real, la inflación y la velocidad-ingreso. Con el objeto de tener cierto grado de flexibilidad se ha aplicado una banda del 2 por ciento en torno a la meta. Esta meta de crecimiento del M3 se ha tratado de mantener principalmente por medio del control de la base monetaria, específicamente de las reservas bancarias. Los instrumentos de política utilizados por el Banco de España han sido las modificaciones de los créditos a corto plazo al sistema bancario, la venta y compra de bonos del Tesoro y de certificados de depósito y, a veces, la modificación del coeficiente obligatorio de reserva. Desde 1977 el tope fijado como meta se ha orientado hacia la reducción gradual de la inflación, que ha disminuido todos los años, del 24,5 por ciento en 1977 al 14,5 por ciento en 1981. Los representantes españoles indicaron que este enfoque gradual había sido necesario principalmente debido a la preocupación de que, con salarios reales relativamente inflexibles, una política monetaria más estricta había llevado a un aumento inaceptable del número de parados. Otra limitación impuesta a una desaceleración más rápida del crecimiento de la oferta monetaria la ha constituido el creciente déficit del sector público que, debido a diversas rigideces del sistema financiero, se ha financiado en su mayor parte por intermedio del sistema bancario.

La política monetaria que, después de los esfuerzos de estabilización llevados a cabo en 1977-78, se liberalizó en gran medida en 1979, pasó luego a ser gradualmente más estricta en el curso de 1980, por encontrarse las autoridades ante un rápido deterioro de la balanza por cuenta corriente y ante grandes salidas de capital en el primer semestre del año provocadas por un diferencial adverso en los tipos de interés y por la especulación respecto a los tipos de cambio. M3 aumentó el 16,7 por ciento durante el año, frente a una meta inicial del 17,8 por ciento.

Para 1981 la meta se fijó en el 16,5 por ciento, teniendo en cuenta una inflación prevista de entre el 13 y el 15 por ciento y un crecimiento del producto de entre el 1 y el 2 por ciento. Para el crédito al sector público, que representó aproximadamente el 10 por ciento del crédito total al final de 1980, se fijó una meta de aumento del 28 por ciento y del 17 por ciento para el sector privado. Durante el primer semestre del año, las autoridades, ante la amenaza de pérdidas considerables de reservas, se vieron obligadas a permitir que los tipos de interés se elevaran significativamente, siguiendo la tendencia internacional. En el segundo semestre del año, aunque las presiones exteriores amainaron considerablemente, los tipos de interés continuaron siendo relativamente altos debido a la necesidad de absorber la liquidez

inyectada al sistema con el financiamiento de un déficit presupuestario que resultó ser casi el doble de la cantidad originalmente prevista. Las estimaciones preliminares para todo el año indican que el crecimiento de M3 continuó situándose entre un 1 y un 1,5 punto porcentual por debajo de la meta, debido sobre todo a pérdidas de reservas mayores que las previstas, así como a una demanda de crédito por parte del sector privado más débil que la proyectada.

Los representantes españoles manifestaron que lo ocurrido en 1981 daba una idea de lo que cabía esperar en 1982. Se preveía que la magnitud del déficit fiscal continuaría siendo un problema para la regulación monetaria. Este era especialmente el caso en vista de que el público no bancario había demostrado poco interés en los valores públicos a medio y largo plazo para los cuales existe un mercado secundario limitado, y de que el sistema bancario se oponía fuertemente a que las autoridades estimularan la venta al público de valores a corto plazo con rendimientos de mercado, por considerar los bancos que dichos valores competían con los depósitos. Aunque las autoridades tenían la intención de seguir adelante con la emisión de valores a corto plazo en la suma de Ptas 150.000 millones aproximadamente, no se sabía qué proporción sería absorbida por el público no bancario. Por consiguiente, como un año antes, parecía probable que en 1982 el Banco de España tuviera que financiar de nuevo una gran parte (posiblemente hasta el 75 por ciento) del déficit de caja del sector público.

Aunque en el momento de celebrar las conversaciones todavía no se había tomado ninguna decisión sobre la meta que se fijaría a la tasa de crecimiento del M3, las autoridades monetarias se inclinaban por una tasa de alrededor del 15 por ciento --algo inferior a la que, según estimaciones, había sido la de 1981-- a fin de continuar la política orientada a desalentar las expectativas inflacionarias. Los representantes españoles manifestaron que, en vista de la mejora esperada de la balanza por cuenta corriente, de la probabilidad de que las entidades públicas recurrieran a préstamos en el exterior y de la magnitud de las necesidades de financiación de las administraciones públicas, el mantener el tope podría exigir cierta restricción del crédito concedido al sector privado. Se corría el peligro de que esta circunstancia provocase a su vez una entrada de capital al país en una escala que podría ejercer sobre el tipo de cambio una presión al alza no deseada. No obstante, los representantes españoles consideraron que, pese a la posibilidad de un conflicto entre la estabilidad monetaria interior y el ajuste exterior, era esencial no cejar en la política de reducción gradual del crecimiento permisible de los agregados monetarios.

Un aspecto destacado que se produjo en el terreno financiero en 1981 fue la reducción apreciable de las restricciones del sistema financiero, que supuso la liberalización de la mayor parte de los tipos sobre los préstamos y sobre los depósitos con vencimiento de más de seis meses. También se tomaron medidas para garantizar mayor transparencia en el sistema de cargos y de comisiones bancarias. Se aceleró la tasa de reducción de algunos coeficientes obligatorios de inversión (porcentaje de sus activos que las instituciones financieras deben mantener

en determinados préstamos a bajo interés concedidos a los llamados sectores prioritarios) aunque no se modificaron los niveles mínimos. Por último, se liberalizó el sistema de cuentas en pesetas convertibles y se permitió que los bancos comerciales ofrecieran a no residentes cobertura a término en dichas cuentas. Los representantes españoles consideraron que éstos eran importantes pasos en el proceso en marcha que tenía como objeto modernizar el sistema financiero y darle mayor competitividad, de modo de fomentar su eficacia y prepararlo para los cambios inevitables que a medio plazo se requerirían como consecuencia del ingreso del país en la CE.

e. Política externa

La pronunciada apreciación de la peseta registrada en 1978 y en el primer semestre de 1979 (gráfico 1) produjo una marcada pérdida de competitividad que en 1979-80 afectó desfavorablemente a la balanza comercial real. Desde mediados de 1979 las autoridades han permitido que el tipo de cambio se deprecie gradualmente en términos efectivos. Entre el nivel máximo alcanzado en mayo de 1979 y el nivel de diciembre de 1981 el tipo efectivo se redujo el 20 por ciento; la depreciación fue especialmente acusada en 1980. En 1981, al fortalecerse el dólar de EE.UU. frente a las monedas de la CE y al tratar las autoridades de moderar la declinación de la peseta frente al dólar, el tipo de cambio se apreció algo frente al promedio de los tipos de los países de la CE. Sin embargo, al llegar diciembre había vuelto al nivel que tenía a principios de año.

El tipo de cambio real, medido según los precios relativos de consumo ajustados por variaciones cambiarias, también se ha depreciado el 11 por ciento desde mediados de 1979 (gráfico 1), pero continúa situado aproximadamente 12 puntos porcentuales por encima del nivel alcanzado después de la devaluación de 1977, que las autoridades consideran fue mayor de lo que era necesario. Los representantes españoles manifestaron que la mejora en la posición competitiva registrada en los dos últimos años, especialmente frente a la zona del dólar de EE.UU., había contribuido al favorable comportamiento de la exportación en los últimos meses y también a una reorientación geográfica apreciable de los intercambios, particularmente hacia los países de América Latina y la OPEP y a expensas del comercio hacia la CE. Sin embargo, reconocieron que como España estaba a punto de ingresar en la CE, era importante mejorar la competitividad frente a la Comunidad.

Los representantes españoles estuvieron de acuerdo en que la persistencia de importantes déficits en la balanza por cuenta corriente a los que se añadía una demanda interior relativamente débil subrayaba la necesidad de mantener, y con preferencia mejorar, la situación competitiva global. Realzaba aún más esta necesidad el hecho de que al entrar España en la CE tendría que reducirse con el tiempo el grado todavía elevado de protección efectiva en la economía española. Sin embargo, en opinión de los representantes españoles, la mejor forma de lograr una mejora duradera de la competitividad era por intermedio de medidas financieras y otras medidas económicas firmes que garantizaran una

desaceleración continua de los costes y precios interiores. Aunque se hizo hincapié en que cualquier depreciación sustancial del tipo de cambio socavaría el progreso logrado hasta ahora en materia de inflación, los representantes españoles indicaron que las autoridades no estaban comprometidas a mantener ningún tipo de cambio determinado, ni frente al dólar ni en términos efectivos. Para el futuro próximo, les interesaba principalmente evitar posibles presiones al alza sobre el tipo de cambio, emanadas de la necesidad de mantener una política monetaria relativamente estricta pese a las grandes necesidades crediticias del sector público.

España presta asistencia oficial para el desarrollo (AOD) principalmente a sus antiguos territorios y a países de América Latina. No es país miembro del Comité de Asistencia para el Desarrollo (CAD). Conforme a fuentes oficiales españolas, los desembolsos de AOD se han situado en promedio en menos de 0,1 por ciento del PIB durante el período 1977-80.

f. Política energética

El ajuste de la economía española al enorme encarecimiento del petróleo en 1973-74 fue bastante modesto hasta 1979. La "aparente" elasticidad-ingreso de la demanda de energía durante ese período no fue muy diferente de la del período 1965-73. En gran parte esto obedeció a que no se trasladó a los precios nacionales todo el aumento de los precios del petróleo importado. De hecho, los precios interiores reales de los productos derivados del petróleo, después de aumentar significativamente en los años que siguieron a la primera crisis del petróleo, disminuyeron a partir de entonces (véase el apéndice I de la Evolución económica reciente).

Las medidas de política adoptadas después de la nueva oleada de aumentos del precio del petróleo ocurrida en 1979 fueron muy distintas. Entre julio de 1979 y julio de 1981 los precios internos de varios productos petroleros aumentaron en seis ocasiones. En total, el precio del petróleo combustible aumentó más del 170 por ciento, el de la gasolina, el 56 por ciento y el del gasóleo, el 116 por ciento. Una comparación con los países europeos indica que, para todos los principales productos del petróleo, los precios interiores de España están ahora al mismo nivel medio de los demás países o a un nivel superior.

En julio de 1979 se aprobó un "Plan energético nacional" que abarca el período hasta el año 1987. Los objetivos básicos son los de promover la conservación de energía en los usos domésticos e industriales mediante precios adecuados y otras políticas y reducir la proporción que representa el petróleo en la estructura energética de un poco menos del 70 por ciento en 1979 al 45 por ciento al terminar el decenio de 1980. Esta meta, que ha de lograrse principalmente sustituyendo el combustible pesado por carbón y energía nuclear en la generación de electricidad, se prevé que se alcanzará casi por completo hacia 1985. Los esfuerzos tendientes a la sustitución de petróleo ya han significado cuantiosas inversiones (estimadas en Ptas 660.000 millones en 1979-80) y continuarán

requiriéndolas durante los próximos años. Estas inversiones en la construcción de varias centrales térmicas que emplean carbón y de energía nuclear, en obras de infraestructura para importar, almacenar y transportar el gas natural y el carbón y en la modificación de las instalaciones y equipos industriales existentes para pasar del petróleo al carbón, han sido estimuladas mediante incentivos fiscales y financiamiento a bajo costo de las instituciones oficiales de crédito.

Aunque el fruto de estas políticas se obtendrá principalmente a medio plazo, ya se han comenzado a observar algunos resultados. El consumo de energía primaria se redujo más del 1 por ciento en 1980 y se estima que ha registrado otra pequeña reducción en 1981. Las autoridades prevén que en 1982 la importación total de energía disminuirá al menos un 5 por ciento, pese a una moderada recuperación de la actividad económica, a medida que entren en funcionamiento las nuevas centrales térmicas y de energía nuclear.

4. Perspectivas para 1982

Los representantes españoles confían en que los ajustes hechos por la economía en los últimos años, así como el pacto social sobre empleo y salarios, hayan echado las bases para una recuperación moderada pero sostenida de la actividad en 1982. Aunque se espera un estancamiento del consumo privado, provocado por la reducción de los salarios reales y la moderación deseada de las transferencias sociales, en su opinión es probable que la inversión registre un crecimiento significativo de más del 3 por ciento. Se prevé que los principales factores que contribuirán a esa recuperación serán el estímulo proporcionado por la inversión pública, un aumento de las utilidades y la posibilidad de que continúe el comportamiento relativamente vigoroso de la exportación. Sin embargo, las autoridades reconocen el riesgo de que, si el déficit presupuestario excede sustancialmente del previsto inicialmente, la inversión privada pueda verse desfavorablemente afectada por la necesidad de mantener tipos de interés relativamente altos. Las proyecciones para el crecimiento del PIB se sitúan entre el 2 y el 3 por ciento, siempre que --y éste es el principal factor-- se convierta en realidad el crecimiento del volumen de exportación previsto por las autoridades.

Los representantes españoles también se mostraron optimistas acerca de las perspectivas en lo que hace a la inflación, pues se esperaba que las presiones interiores y exteriores sobre los costes continuarían siendo moderadas. Sin embargo, expresaron cierta preocupación acerca de los posibles efectos que en 1982 tendrían en los precios de los alimentos las condiciones climatológicas adversas que se dieron en el último trimestre de 1981. Hicieron hincapié en que la previsión de una tasa de inflación del 12 por ciento aproximadamente se basaba en el supuesto de que la peseta no se debilitara más con respecto al dólar de EE.UU.

Se espera que la balanza corriente mejore significativamente en 1982. Las previsiones son de que la exportación aumente un 8 por ciento en términos reales, lo que dará lugar a un aumento significativo de la participación de las exportaciones españolas en el mercado,

continuándose así la tendencia observada en 1981. Aunque es probable que la importación de productos no energéticos aumente en más del 5 por ciento, se prevé que el crecimiento global de la importación seguirá siendo moderado dada la reducción de la importación de energía a que se ha hecho ya referencia. En cuanto a la relación de intercambio, la previsión de una pequeña mejora se basa en el supuesto de que los precios del petróleo no aumenten hasta finales del año. Cabe esperar que la balanza de servicios registre una pequeña mejora, en vista de que los servicios no destinados a factores (especialmente el turismo) pesarán más en dicha balanza que el aumento de los cargos por concepto del servicio de la deuda externa. Las estimaciones correspondientes al déficit de la balanza por cuenta corriente se sitúan entre \$3.500 millones y \$4.000 millones (del 1,5 por ciento al 2,0 por ciento del PIB).

III. Evaluación de los funcionarios del Fondo

En los últimos años, la economía española ha hecho un gran progreso en los esfuerzos de ajuste a las consecuencias del acusado aumento de los precios relativos de la energía y de la mano de obra que tuvo lugar en el segundo quinquenio de los años setenta. Sin embargo, en varios sentidos el ajuste está muy lejos de ser completo. El crecimiento del producto y de la inversión productiva no llega a ser satisfactorio. El empleo ha estado disminuyendo durante varios años consecutivos y el número de parados ha aumentado a casi el 15 por ciento, nivel que es elevado para España y, también, en comparación con otros países de la OCDE. La tasa de inflación continúa alrededor del 14 por ciento, por lo que, aunque representa una mejora apreciable con respecto a la de hace unos pocos años, todavía es relativamente alta, sobre todo si se tiene en cuenta la continua debilidad de la demanda. Ha surgido un déficit de la balanza de pagos en cuenta corriente que aunque todavía moderado en relación con el PIB, es motivo de preocupación en lo que respecta a las perspectivas a medio plazo, ya que no constituye la contraparte de un comportamiento vigoroso de la inversión sino un deterioro del ahorro interno, especialmente del sector público.

Para hacer frente a estos problemas hace falta un delicado equilibrio entre las distintas prioridades. La conveniencia de aumentar el empleo --o al menos, a corto plazo, de evitar que siga reduciéndose-- debe ocupar un alto lugar en la escala, pero sería un error tratar de alcanzar ese objetivo con un aumento de las subvenciones a industrias ineficientes o mediante programas de inversión pública para la creación de empleos con la única finalidad de que haya trabajo, pues lo que harían realmente dichas medidas sería disminuir la tasa de crecimiento a medio plazo al retardarse la reasignación necesaria de recursos. De igual modo, una política monetaria expansionista, aunque es posible que aumente el crecimiento del producto a corto plazo, reavivaría probablemente las expectativas inflacionistas, y éstas producirían efectos perjudiciales más adelante. En opinión de los funcionarios, deben resistirse las presiones a favor de una fuerte reflación, política que podría, en el mejor de los casos, producir sólo una mejora temporal de la situación.

Las autoridades monetarias son dignas de encomio por los esfuerzos que han realizado en los últimos años tendientes a lograr la reducción gradual de la tasa de inflación mediante una desaceleración progresiva del crecimiento de los agregados monetarios. Sin embargo, el acusado aumento del déficit del sector público observado en los últimos años, que amenaza con continuar en 1982, dificulta cada día más el firme control monetario. Si se financia un déficit considerablemente más elevado que el establecido como meta en el presupuesto, mediante recurso sobre todo al Banco de España, se produciría un aumento excesivo de los agregados monetarios, a menos que las autoridades estuvieran dispuestas a reducir la corriente de crédito interior al sector privado. Dicha reducción podría dar lugar a una entrada cuantiosa de capital y quizás a una apreciación del tipo de cambio, lo cual es a todas luces inconveniente desde el punto de vista del ajuste exterior.

Si bien no parecen presentarse consideraciones inmediatas de balanza de pagos, un continuo déficit de la magnitud del actual podría a largo plazo producir un aumento gravoso de la deuda exterior. Para lograr una reducción del déficit unida a una demanda interior más viva sería esencial un comportamiento más vigoroso de la exportación, lo cual a su vez requiere políticas coherentes encaminadas a aumentar el empuje competitivo del sector exterior.

Ante estos problemas, las autoridades han comenzado a instrumentar una estrategia para garantizar el mantenimiento de un nivel adecuado de competitividad en varios campos. El primer elemento de la estrategia, al que le añade importancia el hecho de que ejerce una fuerte influencia en las perspectivas de aumento de empleo y en la reducción de la inflación, es la cuestión del coste real de la mano de obra, que durante los últimos años aumentó con mucha mayor rapidez que el de la productividad, aunque el panorama ha mejorado significativamente en los dos últimos años. La consiguiente presión ejercida en los beneficios contribuyó a la reducción del empleo y también a la de la capacidad de la industria española para competir en los mercados mundiales. El acuerdo tripartito entre empleadores, trabajadores y gobierno dispone que en 1982 el aumento de los salarios monetarios contractuales sea inferior a la tasa prevista de inflación y es necesario hacer todo esfuerzo posible por mantener los objetivos de este acuerdo. El segundo elemento de la estrategia de mantener la competitividad es la política del tipo de cambio. La depreciación de la peseta en términos efectivos que tuvo lugar en 1980 y en 1981 ha contribuido considerablemente a mejorar la posición competitiva, y los funcionarios están satisfechos con la flexible actitud de las autoridades españolas ante la evolución del mercado de divisas, después de la desafortunada apreciación de la peseta en 1978/79; confían en que la flotación de la peseta continuará regulándose de tal manera que se conceda la importancia que merece a la necesidad de mantener una posición competitiva fuerte.

Otro elemento más difuso pero no por ello menos importante, en materia de competitividad y eficiencia de la economía es el de las numerosas rigideces estructurales que caracterizan tanto al sistema financiero

como a la economía en su totalidad. Durante los últimos años se han hecho considerables progresos en la difícil tarea de liberalizar el sistema financiero. Otras medidas en este campo merecen prioridad. Por ejemplo, debe prestarse más atención a una mayor liberalización de los tipos de interés, a la emisión de una gama más amplia de valores con vencimiento a corto plazo y a la liberalización de las normas que rigen las operaciones de los bancos extranjeros. Un sistema financiero más sensible a las fuerzas del mercado contribuiría a una asignación más eficaz de los recursos. Por el lado fiscal, los esfuerzos por contener el déficit público deberían complementarse también con medidas destinadas a mejorar la calidad del gasto público reorientándolo del apoyo al consumo al de la inversión productiva. Hay verdadera necesidad de moderar el crecimiento de las subvenciones que se conceden tanto a las industrias que atraviesan por dificultades como a las transferencias sociales. Al respecto es de celebrar la intención de las autoridades de llevar a cabo en un futuro próximo una reforma amplia del sistema de la seguridad social. En lo que a los impuestos se refiere, se requiere un esfuerzo mayor para fortalecer la administración tributaria y el cumplimiento del pago de impuestos a fin de redistribuir la carga tributaria más equilibradamente y modernizar aún más el sistema tributario mediante la pronta introducción del impuesto al valor añadido. Con este último también podrá realizarse la prevista reducción de la carga tributaria que la seguridad social representa para los costes de mano de obra. Por último, debe prestarse atención a una nueva liberalización del régimen de importación, actualmente bastante restrictivo. Para una economía industrial moderna, que pronto ingresará como miembro en la Comunidad Europea, el grado de protección efectiva en España (especialmente si se toman en cuenta los contingentes y otras barreras no arancelarias) sigue siendo relativamente elevado y tiende a perpetuar la existencia de industrias que ya no pueden proporcionar las oportunidades que tanto se necesitan para expandir el empleo.

IV. Proyecto de decisión

Se propone al Directorio Ejecutivo, para su adopción, el siguiente proyecto de decisión:

1. El Fondo adopta la presente decisión al concluir las consultas del Artículo XIV celebradas en 1981 con España, habida cuenta de las consultas del Artículo IV efectuadas en 1981 con dicho país en virtud de la Decisión No. 5392-(77/63), adoptada el 29 de abril de 1977 (Supervisión de las políticas de tipos de cambio).

2. El Fondo advierte con satisfacción que España continúa manteniendo un sistema de cambios libre de restricciones a los pagos y las transferencias por transacciones internacionales corrientes.

Relaciones del Fondo con España

(Al 31 de enero de 1982)

Cuota: DEG 835,5 millones.

Tenencias del Fondo en pesetas: DEG 771,6 millones o el 92,35 por ciento de la cuota, incluidas compras netas efectuadas con arreglo a los servicios financieros del petróleo y de financiamiento compensatorio, equivalentes a 16,95 por ciento de la cuota.

Departamento de DEG: DEG 318,58 millones o el 106,62 por ciento de las asignaciones acumulativas netas.

Distribución de oro: 338.053 onzas de oro fino.

Préstamos al Fondo: Asociada a los acuerdos de préstamo entre el BPI y el Fondo.

Régimen de cambios: Desde 1974 España ha mantenido una flotación regulada de la peseta. El tipo de cambio, que después de la devaluación de 1977 se había apreciado acusadamente en 1978 y en el primer semestre de 1979, obedeciendo a una fuerte posición de la balanza por cuenta corriente y a estrictas condiciones crediticias, comenzó a debilitarse en el segundo semestre de 1979 a medida que fue deteriorándose la posición de pagos. Durante 1980 la peseta se depreció el 19,8 por ciento con respecto al dólar de EE.UU. y el 10,2 por ciento en términos efectivos. De diciembre de 1980 a diciembre de 1981, la peseta se depreció el 6,4 por ciento en términos efectivos y el 18,5 por ciento con respecto al dólar de EE.UU., y se devaluó en términos efectivos el 1,5 por ciento con respecto a las monedas de los países de la CE.

Relaciones anteriores: España compró el importe (DEG 572,1 millones) a que tenía derecho en virtud del servicio financiero del petróleo y otros DEG 98,8 millones en febrero de 1978 (25 por ciento de la cuota) con arreglo al servicio de financiamiento compensatorio. En febrero de 1978 el Fondo aprobó un acuerdo de derecho de crédito de un año en el primer tramo ampliado de crédito, equivalente a DEG 143,2 millones.

La anterior consulta del Artículo IV tuvo lugar en diciembre de 1979. El Directorio Ejecutivo examinó el informe correspondiente el 5 de marzo de 1980 (SM/80/28, 28-I-80; SM/80/32, 1-II-80 y Suplemento 1). En esa ocasión el Directorio Ejecutivo tomó la siguiente decisión:

"1. El Fondo adopta la presente decisión al concluirse las consultas del Artículo XIV celebradas en 1979 con España, habida cuenta de las consultas del Artículo IV efectuadas en 1979 con dicho país en virtud de la Decisión No. 5392-(77/63), adoptada el 29 de abril de 1977 (Supervisión de las políticas de tipos de cambio).

2. El convenio bilateral de pagos suscrito con Guinea Ecuatorial ha expirado y el firmado con Colombia ha sido sustituido por un acuerdo de crédito recíproco. El Fondo advierte con satisfacción que España ya no mantiene convenios bilaterales de pagos con ningún país miembro."

En diciembre de 1980 un equipo de funcionarios del Fondo visitó España para celebrar conversaciones oficiosas con las autoridades españolas sobre política y perspectivas económicas.

Datos básicos

Población (diciembre de 1980)	37.412.000
Población activa (septiembre de 1981)	12.860.000
PIB per cápita (1980)	Pta 402.970 (DEG 4.318)

	1980		1978	1979	1980	1981 1/	1982 2/
	En miles de millones de pesetas	En porcentaje	Variaciones porcentuales				
<u>Demanda y producto</u>							
Consumo privado	10.632	70,5	1,5	0,9	1,2	-0,8	0,2
Consumo público	1.704	11,3	5,5	3,8	3,2	2,4	2,6
Inversión en activos fijos	2.887	19,1	-1,1	-2,0	0,5	1,0	3,1
Acumulación de existencias 3/	<u>236</u>	<u>1,6</u>	<u>-0,5</u>	<u>0,3</u>	<u>0,3</u>	<u>-0,6</u>	<u>--</u>
Total de demanda interior	15.459	102,5	0,8	0,9	1,6	-0,7	1,0
Saldo exterior 3/ PIB	<u>-383</u> 15.076	<u>-2,5</u> 100,0	<u>1,9</u> 2,7	<u>-0,3</u> 0,6	<u>-0,4</u> 1,5	<u>1,4</u> 0,7	<u>0,9</u> 2,0
Producción industrial	...	...	...	0,1	1,4	1,0	...
<u>Salarios, costes y precios (sector no agrario)</u>							
Salario por hombre	...	...	25,4	22,5	16,9	15,0	13,0
Coste de mano de obra unitario	...	...	20,5	19,5	13,2	10,5	8,8
IPC	...	...	19,8	15,7	15,5	14,5	12,0
Deflactor del PIB	...	...	20,3	15,4	12,9	12,7	12,4
<u>Mercado de trabajo</u>							
Empleo	...	...	-1,9	-2,4	-3,2	-3,0	-1,5
Tasa de desempleo (niveles)	...	...	7,7	9,6	12,6	14,6 4/	...
Tasa de participación (niveles)	...	...	49,6	49,3	48,5	48,2	...
Ingreso disponible de las unidades familiares	...	...	23,0	15,7	15,6	13,6	12,2
Coefficiente de ahorro (niveles)	...	...	10,0	8,6	7,3	7,2	7,2
<u>Principales agregados financieros</u>							
			(Como porcentaje del PIB)				
Sector gobierno							
Ingreso tributario	...	...	24,2	25,3	26,0	26,6	26,9 5/
Gasto corriente	...	...	25,5	26,9	28,7	30,0	28,9 5/
Saldo corriente	...	...	1,5	1,2	0,1	-0,4	1,0 5/
Saldo global	...	...	-1,8	-1,9	-3,4	-4,3	-3,2 5/
Saldo global de caja	...	...	-2,4	-2,5	-3,0	-4,7	...

Datos básicos (continuación)

	<u>Dic. 1980</u>	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981 6/</u>
	En miles de millones de pesetas				
Dinero y cuasidinero (M3)	12.243,4	19,9	18,0	16,7	15,0
Crédito interior total	12.917,7	15,5	17,2	20,3	19,2
Crédito al sector privado	11.513,5	13,7	15,6	18,4	16,3

Datos básicos de pagos

	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981 1/</u>	<u>1982 2/</u>
Balanza de pagos (en millones de dólares de EE.UU.)					
Exportación, f.o.b.	13.480	18.352	20.928	20.426	23.082
Importación, f.o.b.	17.505	24.022	32.389	31.288	33.040
Balanza comercial	-4.025	-5.670	-11.461	-10.862	-9.958
Balanza de pagos (en millones de dólares de EE.UU.)					
Servicios (neto)	4.001	5.014	4.424	3.837	4.291
Transferencias (neto)	1.656	1.782	2.048	1.732	1.839
Balanza corriente	1.632	1.126	-4.989	-5.293	-3.828
Como porcentaje del PIB	1,1	0,6	2,4	2,8	1,9
Entrada de capital a largo plazo	2.017	3.220	4.201	4.662	
Inversión	1.114	1.349	1.277	1.465	
Endeudamiento	1.299	1.498	2.750	2.653	
Público	-396	373	174	544	
Entrada de capital neto a corto plazo 7/	171	-2.243	-757	-5	
Balanza global	3.820	2.103	-1.545	636	
Variación de la posición exterior neta de los bancos comerciales	139	1.335	829	30	
Variación de las reservas en divisas	-3.959	-3.438	716	606	
Deuda exterior viva a largo plazo 8/	17.158	19.461	23.695	26.242 4/	
Reservas oficiales netas 9/	10.015	13.117	12.358	11.879 10/	
Tipo de cambio (peseta/dólar de EE.UU.)	76,7	67,1	71,7	92,3	
Variación del dólar de EE.UU./peseta	-0,9	14,3	-6,4	-22,3	
Variación del tipo de cambio efectivo	-8,7	10,6	-6,3	-11,7	

Datos básicos de pagos (conclusión)

Fuentes: Datos proporcionados por las autoridades españolas y estimaciones y proyecciones del Fondo.

- 1/ Estimación.
- 2/ Previsión.
- 3/ Porcentaje del PIB del año anterior.
- 4/ Septiembre de 1981.
- 5/ Presupuesto inicial.
- 6/ Período de doce meses terminado en octubre de 1981.
- 7/ Incluye errores y omisiones.
- 8/ Valorado al tipo de cambio de mercado (fin de período).
- 9/ El oro valorado a DEG 35 por onza (fin de período).
- 10/ Noviembre de 1981.