

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

enero 1979

## Sector exterior

Los datos referentes a la evolución del comercio exterior en el mes de noviembre facilitados por la Dirección General de Aduanas son de 125,0 miles de millones de pesetas para las importaciones de mercancías (1.753 millones de dólares) y de 93,2 miles de millones de pesetas para las exportaciones (1.307 millones de dólares). Los datos equivalentes para el mes de diciembre, últimos disponibles, son de 115,2 miles de millones de pesetas para las importaciones (1.623 millones de dólares) y 105,0 miles de millones de pesetas para las exportaciones (1.479 millones de dólares). En el cuadro adjunto se presenta la información correspondiente para el conjunto del año valorada en pesetas, ya que la valoración en dólares que frecuentemente se ha utilizado con el fin de tomar una unidad de medida estable ha perdido toda justificación ante el comportamiento del dólar en los mercados de cambios. Siendo, pues, desde este punto de vista, igualmente aleatorio el empleo de una u otra unidad de valoración, se ha optado por emplear cifras en pesetas ya que a esta unidad suelen referirse numerosos datos que complementan la información facilitada por la evolución monetaria del comercio exterior, por ejemplo, los índices de valor unitario. En cualquier caso, lo importante es tener en cuenta a la hora de analizar las cifras que el tipo de cambio mensual de la peseta se apreció con respecto al dólar entre el mes de diciembre último y el mismo mes del año anterior un 15,0%, mientras que el tipo de cambio medio de la peseta frente al dólar en 1978 se depreció un 0,9% con respecto al de 1977.

Las cifras de *exportaciones* de noviembre y diciembre han sido, consecutivamente, las más elevadas del año, tanto en pesetas como en dólares, alcanzando elevadas tasas de crecimiento con respecto a las correspondientes de los mismos meses del año anterior. Si, con el fin de conocer su evolución coyuntural reciente, se comparan ambas cifras con las de los meses precedentes, todas ellas corregidas de variaciones estacionales, continúa apreciándose una fuerte aceleración que rompe la tendencia decreciente que se venía observando desde mediados de año. Esta aceleración se encuentra concentrada, básicamente, en los grupos de productos sin elaborar e intermedios y bienes de capital en el mes de noviembre, y en los productos alimenticios, bienes de consumo y bienes de capital en el mes de diciembre. Para el conjunto del año todos los grupos de productos muestran tasas de crecimiento medio muy elevadas, con la excepción poco importante de los productos energéticos, lo que sin duda se corresponde con un crecimiento real medio muy acusado. Deben tenerse en cuenta que, a veces, las cifras de comercio exterior de los últimos meses del año recogen anomalías propias de los cierres de ejercicio que, por su aleatoriedad, no son fáciles de corregir con los métodos de desestacionalización comúnmente empleados. Esto hace que el análisis de estos meses sea enormemente complejo y a pesar de la rotundidad de

## 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.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- \* Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M<sub>1</sub> Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M<sub>2</sub> M<sub>1</sub> + Depósitos de ahorro.
- M<sub>3</sub> Disponibilidades líquidas = M<sub>2</sub> + Depósitos a plazo.
- T<sub>1</sub><sup>1</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$ . Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T<sub>1</sub><sup>3</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$ . Centrada con un mes y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T<sub>3</sub><sup>3</sup> Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$ . Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.



## Indice

Página

5	La política monetaria en 1978
9	La política monetaria en 1979
12	Economía internacional
16	Evolución monetaria
24	Actividad, empleo, precios
28	Sector exterior



# La política monetaria en 1978

A falta aún de los datos definitivos correspondientes a algunas magnitudes monetarias en diciembre, cabe ofrecer ya, sin embargo, una descripción general de la política monetaria desarrollada a lo largo del pasado año.

La evolución monetaria a principios del año 1978 venía condicionada muy fuertemente por tres factores. El primero, de orden estructural, era la reforma financiera desarrollada a lo largo del verano de 1977, cuyos aspectos más relevantes para la política monetaria fueron la liberalización de los tipos de interés a más de un año y la introducción del sistema de subastas en los créditos de regulación monetaria. El segundo factor era la política monetaria restrictiva instrumentada en el otoño de 1977, que iba a condicionar la evolución de los primeros meses de 1978. Y el tercero eran los Acuerdos de la Moncloa y su objetivo monetario consistente en un crecimiento del 17 por 100 anual de las disponibilidades líquidas, con una banda adicional de fluctuación entre 14,5% y 19,5%.

Este último punto es el que, quizá de forma más intensa, condicionó la política monetaria del año. Desde tiempo atrás el Banco de España había venido formulando objetivos de crecimiento monetario e incluso había dado cierta publicidad a los mismos. La novedad del año 1978 consistía en que este objetivo era ahora el resultado de un pacto de las fuerzas políticas y, por tanto, tenía un carácter vinculante del que habían carecido las formulaciones anteriores. El Banco de España veía así, de un lado, consagradas públicamente las orientaciones de su política monetaria, con un efecto evidentemente positivo por el impacto moderador sobre las expectativas inflacionistas que había de ejercer el anuncio de un objetivo monetario que implicaba una sustancial desaceleración respecto a las tasas de crecimiento de años anteriores; pero, de otro lado, la nueva formulación de los objetivos iba a crear al Banco de España notables problemas en el desarrollo del control monetario.

Así, los primeros meses del año presenciaron esfuerzos por parte del Banco de España para estimular el proceso de expansión crediticia, que se había desacelerado muy fuertemente en los meses finales de 1977 y a principios de 1978, lo cual, unido al efecto contractivo del sector público en enero y febrero, amenazaba con impedir que se alcanzaran los objetivos propuestos de expansión monetaria. En qué medida aquella desaceleración se debió a ajustes introducidos por las propias instituciones bancarias y en qué medida tuvo su origen en una fase de debilitamiento de la demanda de crédito, es algo que todavía ahora resulta debatible; pero la realidad es que, junto a la desaceleración en cuestión, se asistió a una caída espectacular de los tipos de interés a corto plazo del mercado interbancario hasta niveles prácticamente nulos.

En la primavera de 1978 la situación cambió radicalmente por la suma de una recuperación de la demanda

de crédito y de un cambio de actitud por parte de las instituciones bancarias, una vez finalizado su proceso de ajuste. Al mismo tiempo, el sector público pasó a adoptar una actitud expansiva en marzo y abril y se intensificó el efecto del mismo sentido que sobre las magnitudes monetarias venía ejerciendo el superávit de la balanza de pagos, tema al que se hará referencia más adelante. Este cambio no fue, por supuesto, súbito, sino que fue manifestándose de modo gradual a través de una aceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas, que, ya en el mes de mayo, alcanzó cotas alarmantes del orden del 30% anual. Se abría así una nueva fase de política monetaria en la que el esfuerzo de las autoridades iba a ir encaminado a moderar el proceso de expansión monetaria, que ahora corría el riesgo de sobrepasar los objetivos establecidos en los Acuerdos de la Moncloa.

Por una parte, el ritmo de crecimiento de los activos bancarios al acercarse el verano era incompatible con las tasas-objetivo de crecimiento de las disponibilidades líquidas, dada la acelerada acumulación de reservas exteriores; por otra parte, el efecto intensamente expansivo del sector exterior dificultaba los mecanismos de control de los activos líquidos bancarios por el Banco de España. Todo ello se tradujo en una fuerte tendencia alcista de los tipos de interés interbancarios en el segundo semestre del año. Al finalizar el primer semestre ya se habían alcanzado tipos del orden del 20%, es decir, los niveles máximos que se habían detectado en anteriores episodios de tensión. Pero esta vez la escalada de tipos de interés interbancarios iba a proseguir con enorme fuerza en la primera parte del tercer trimestre, superándose en el mes de agosto la cota del 40% e incluso, en las operaciones a un día, la del 50%.

El elevado nivel alcanzado por los tipos de interés generó presiones para una actuación menos restrictiva por parte del Banco de España, basadas tanto en la creencia de que tras este fenómeno subyacía un aumento de la demanda de crédito, ligada a una recuperación de la actividad económica que podría verse yugulada por el mantenimiento de una política monetaria restrictiva, como en las críticas, más superficiales, a una actuación del Banco de España que producía resultados aparentemente tan anómalos.

Desde luego, ni el sistema de subasta de los créditos a corto plazo del Banco de España tiende a encarecer los tipos interbancarios, ni los tipos registrados en las subastas son un indicador medianamente adecuado del coste medio de la financiación proporcionada por el Banco de España a las entidades bancarias. Cuando se tienen en cuenta todos los cauces por los que el Banco de España proporciona financiación a la banca, se llega a la conclusión, fácil de comprobar, de que el coste medio de tales fondos apenas ha excedido del 9%, en promedio, para el conjunto del año 1978. Por otra parte, tan pronto como los bancos se adapta-

ron a la política monetaria del Banco de España, los tipos del mercado interbancario se desplomaron rápidamente. Los altos tipos interbancarios expresaban, sin duda, una necesidad de ajuste del crédito a los límites que imponían los objetivos monetarios perseguidos; y reflejaban, en consecuencia, la fuerte tensión de crédito que ha experimentado la economía para conseguir aproximadamente esos objetivos.

### Disponibilidades líquidas (a) ( $\phi$ ,\*)

m.m. y porcentajes

	Saldo	$T_1^1$	$T_1^3$
<b>1978</b>			
ENE	7.085	15,1	17,3
FEB	7.189	19,0	18,3
MAR	7.302	20,7	20,6
ABR	7.424	22,0	23,3
MAY	7.575	27,2	23,7
JUN	7.701	21,9	25,8
JUL	7.862	28,2	21,5
AGO	7.952	14,7	21,6
SEP	8.087	22,4	18,2
OCT	8.197	17,5	18,9
NOV	8.304	16,9	16,9
DIC	8.410	16,4	

(a) Estas tasas están calculadas a partir de la desestacionalización de las cifras mensuales, según el método X-11, utilizando, para dicha desestacionalización, los datos correspondientes a la serie que se cierra en diciembre de 1978.

De hecho, a medida que avanzaba el año se fue haciendo patente que el logro del objetivo del 17% para el crecimiento de las disponibilidades líquidas en el conjunto de 1978 era una meta cada vez más difícil de alcanzar. Por una parte, la economía apuntaba una tasa de expansión del P.I.B., en términos reales, muy superior a la prevista cuando se firmaron los Acuerdos de la Moncloa. Por otra parte, como el crecimiento de las disponibilidades líquidas hasta el verano había sido netamente superior al 17% inicialmente propuesto, sólo cabía retornar a éste a base de forzar un crecimiento claramente inferior a esa cifra en los meses finales del año. Cuanto más avanzaba el año menos eran los meses en los que debía concentrarse esa compensación y más intensa debía ser la desaceleración. Por otra parte, cuando empezaron a realizarse proyecciones sobre los objetivos monetarios para el año 1979 surgió un nuevo problema, puesto que los objetivos previsibles para 1979 se situaban en cifras del orden del 17% al 20%. Carecía así de sentido forzar una desaceleración transitoria para restablecer un crecimiento más rápido después. Resultado de todas estas presiones fue la aceptación, implícita al principio y públicamente anunciada después, de un desplazamiento de los objetivos efecti-

vamente instrumentados por el Banco de España desde el punto central de la senda de crecimiento de las disponibilidades líquidas (17%) hasta su límite superior del 19,5%.

La evolución posterior mostró que, como era previsible, la política, a pesar de todo restrictiva, seguida por las autoridades tenía que acabar forzando al sistema bancario a un reajuste de su ritmo de expansión. Los tipos de interés interbancarios, que habían flexionado sustancialmente a la baja desde mediados de agosto, volvieron a elevarse de forma rápida en octubre, alcanzando de nuevo, en la primera mitad de noviembre, cotas superiores al 40%, al tiempo que los excedentes de liquidez del sistema caían a niveles por debajo del 0,10%, cosa considerada casi imposible unos meses antes. Este conjunto de presiones debió de llevar a las instituciones bancarias a una reconsideración del crecimiento de sus operaciones activas que, por el momento, sólo se conoce fragmentariamente, pero cuya realidad está claramente reflejada en una desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas en los meses de noviembre y diciembre y en una acusada caída de los tipos de interés interbancarios hasta niveles situados entre el 11% y el 14%.

Este rápido examen de la evolución monetaria quedaría incompleto sin una breve referencia a otros dos rasgos del año 1978 que han ocasionado no pocos debates.

El primero ha sido el crecimiento en el año del déficit del sector público y, sobre todo, del superávit de la balanza de pagos como factores autónomos de creación de liquidez. Esto forzó a una reducción de la financiación del Banco de España al sistema bancario y, por tanto, a un crecimiento de la financiación de éste al sector privado bastante inferior al de los depósitos bancarios. El mayor déficit del sector público no fue de magnitud excesiva; por sí solo, no hubiera generado unas tensiones que deben atribuirse más bien a un excedente de balanza de pagos sin precedentes, con un ritmo, en los meses centrales del año, sólo comparable a las excepcionales cifras de los meses siguientes a la devaluación de julio de 1977. Surgió así un claro conflicto entre los objetivos monetarios internos y externos, que llevó a un proceso de revaluación de la peseta que, sin duda, moderó la entrada de divisas y ejerció un efecto favorable sobre los precios, pero no impidió los excepcionales resultados que se han citado. El conflicto fue menos grave de lo que podría parecer, ya que el superávit de balanza de pagos se debió, en buena medida, a un fuerte incremento de la financiación exterior al sector privado; con todo, se vieron afectados en grado importante los flujos internos de financiación del sistema crediticio al sector privado.

El segundo fenómeno a que antes se aludía fue el muy dispar crecimiento de la financiación al sector privado por parte de la banca y de las cajas de ahorro. Estas últimas no sólo se beneficiaron de un crecimiento

de sus depósitos netamente más rápido que el de la banca, sino que además redujeron de modo importante, incluso en cifras absolutas, su tradicional trasvase de recursos hacia la banca, lo que forzó a ésta a comprimir aún más su financiación al sector privado. El crédito de la banca al sector privado creció así en 1978 a un ritmo muy bajo, varios puntos inferior al registrado por el avance de las disponibilidades líquidas.

En resumen, la tasa efectiva de crecimiento de las disponibilidades líquidas del público se situó, diciembre sobre diciembre, en un 19,7%, es decir, aproximadamente en el límite superior de la banda de objetivos establecida para 1978. La correspondiente tasa interanual de crecimiento fue del 19,3%, que hay que poner en relación con un incremento estimado del P.I.B. real del 3% en el año y con un aumento del deflactor general del P.I.B. en un 20%. En base a los ritmos intermensuales e intertrimestrales de crecimiento (elevados a tasas anuales) de las disponibilidades líquidas, cabe distinguir, aproximadamente, tres subperíodos de características diversas: el primero, que se inicia al finalizar el verano de 1977 y se extiende hasta el mes de enero de 1978, se caracteriza por un lento crecimiento monetario, de modo que la tasa anual de avance de las disponibilidades líquidas, de octubre a enero, es sólo del 15,4%, el segundo, de febrero a julio, muestra ritmos de expansión monetaria mucho más vivos que se expresan en una tasa anual de crecimiento de las disponibilidades líquidas del 23,1%; el tercero, que se inicia en agosto y se prolonga, con altibajos, hasta finales de año, registra una moderación del ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas, que se sitúa, de agosto a diciembre, a una tasa anual del 17,5%.

Estas fluctuaciones en el ritmo de expansión de la magnitud monetaria básica reflejan los esfuerzos de las autoridades por mantener dicha tasa dentro de los márgenes fijados en los Acuerdos de la Moncloa, a fin de mantener una presión anti-inflacionista, y las graves dificultades planteadas a la consecución de tales objetivos como consecuencia, principalmente, de las intensas inyecciones de liquidez proporcionadas por el excedente de la balanza de pagos y, en mucho menor grado, por el aumento del déficit de caja del sector público.

El deseo de mantener la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas en la zona de objetivos propuestos por los Acuerdos de la Moncloa llevó a las autoridades a una actuación de drenaje sobre los activos líquidos bancarios que compensase la creación de liquidez por parte del sector público y, sobre todo, del sector exterior. Y ello limitó las posibilidades de crecimiento del crédito interno al sector privado, que (a falta de datos definitivos para diciembre al cierre de este número) aumentó a una tasa varios puntos inferior a la alcanzada por las disponibilidades líquidas. Aunque una parte sustancial del excedente exterior

total tiene su origen en tomas de préstamos por el sector privado en los mercados financieros exteriores; y aunque tanto el déficit del sector público sobre el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente redujeron las necesidades de financiación del sector privado, éste se vio sometido a importantes restric-

ciones crediticias y elevaciones de los tipos de interés en 1978.

Al cerrarse el año, la evolución monetaria era más tranquila y las líneas generales de la política económica trazada para 1979 incorporaban una política monetaria menos restrictiva que la desarrollada en 1978.

# La política monetaria en 1979

La convocatoria de elecciones generales ha impuesto un compás de espera en la programación de la política económica para el conjunto del año 1979. Los presupuestos generales del Estado aún están pendientes de aprobación, y ello introduce elementos de incertidumbre no sólo en la política de ingresos y gastos públicos sino también en el ámbito de la política monetaria. Solo con estas reservas pueden exponerse las líneas básicas de la política monetaria trazada por el Gobierno para 1979.

La política monetaria programada en coordinación con el conjunto de la política económica para el nuevo año se propone facilitar, desde la vertiente financiera, el difícil logro simultáneo de una reactivación de la economía y del mantenimiento del proceso de desaceleración de la inflación. Se trata de unos objetivos complejos cuyo simple planteamiento exige la colaboración de varias ramas de la política económica. La política monetaria no puede determinar, por sí sola, cómo va a distribuirse un determinado ritmo de expansión monetaria entre alzas de precios y crecimiento de la producción en términos reales. Ni a corto plazo ni a largo plazo puede la política monetaria ofrecer garantías o precisiones al respecto. Desde esta perspectiva, la evolución de los ingresos y gastos públicos, la política monetaria y el comportamiento de los costes forman un entramado en el que ninguno de los elementos puede pretender autonomía en relación con sus objetivos en términos de precios y actividad.

Dentro de estas limitaciones, que excluyen cualquier voluntad de protagonismo, la política monetaria diseñada inicialmente para 1979 se propone integrarse en un conjunto articulado de actuaciones que, mediante una política fiscal de signo expansivo y una moderación importante en el crecimiento de los costes, aspiran a situar la tasa interanual de inflación en la zona del 12-12,5% y el ritmo interanual de crecimiento del P.I.B. en términos reales en torno a un 4,5% en 1979.

La política monetaria continúa cifrando sus objetivos básicos en términos de la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas —que es la suma del efectivo en manos del público y de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo que el público mantiene en el sistema bancario—. No es esta, desde luego, la única magnitud monetaria relevante ni tampoco es la única que atienden las autoridades. Es, sin embargo, la variable que orienta mejor sobre la evolución general de las condiciones monetarias y es también, entre las magnitudes monetarias más estrechamente relacionadas con la demanda global, en términos monetarios, del sector privado, la más susceptible de control por las autoridades.

Las autoridades han cifrado inicialmente sus objetivos de control monetario, en 1979, en torno a una tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas del 17,5% a lo largo del año, que corresponde a un ritmo de crecimiento interanual del 18,4%. Estas tasas son

coherentes con las propuestas como objetivos de crecimiento de los precios y la producción en el año, que implican un aumento interanual del P.I.B., en términos nominales, del orden del 16,5% al 17,5%. Suponen una ligera desaceleración respecto de la tasa de avance de las disponibilidades líquidas efectivamente registradas en 1978 (19,3% en términos interanuales), señalando así la voluntad de reducir la tasa de inflación a medio plazo; pero expresan una política monetaria mucho menos restrictiva que la desarrollada en 1979 y potencialmente coherente con el objetivo de crecimiento real previsto para el año, siempre que la evolución de los costes se mantenga en la zona propuesta por el Gobierno.

La experiencia del año pasado muestra, sin embargo, los peligros de que una cifra propuesta como objetivo monetario central se convierta en una referencia mitificada y rígida, susceptible de entorpecer los elementos de flexibilidad que debe conservar el desarrollo de la política monetaria a la vista de la evolución de la economía. Por ello, los objetivos monetarios propuestos para 1979 han de interpretarse en términos de bandas de referencia revisables en función de la evolución de la economía y de los objetivos generales de la política económica. En este sentido, las autoridades se proponen mantener la tasa acumulada de crecimiento de las disponibilidades líquidas a lo largo del año dentro de un margen de fluctuación de  $\pm 2$  puntos porcentuales respecto de la cifra central de objetivos (17,5%) y situándose el punto de origen en la cifra media registrada por aquella variable en el trimestre agosto-septiembre-octubre de 1978. Estos objetivos serán reconsiderados, confirmados o corregidos, al finalizar el primer semestre.

Las autoridades no dirigirán, sin embargo, su atención sólo al crecimiento de las disponibilidades líquidas; atenderán a la evolución de los diversos componentes de éstas y procurarán, sobre todo, que la tasa de crecimiento de la financiación proporcionada por el sistema bancario al sector privado se sitúe cerca de la propuesta para las disponibilidades líquidas. Esto dependerá, en grado fundamental, de la moderación del excedente global de la balanza de pagos y del volumen de la apelación prevista del sector público al Banco de España.

Respecto del primer factor, las previsiones iniciales corresponden a un excedente exterior global de unos 1.800 millones de dólares en 1979, notablemente inferior al registrado en 1978. No cabe ocultar los problemas que pueden plantearse para limitar el excedente global del sector exterior a esta cifra —al margen de perturbaciones cambiarías profundas, como las registradas en 1978—, si, como cabe prever, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente se sitúa dentro de volúmenes modestos y se mantiene una fuerte presión para obtener financiación en los mercados internacionales.

En cuanto al déficit del sector público, éste se elevará de acuerdo con las previsiones actuales, a 195.000 millones de pesetas —90.500 millones correspondientes al Presupuesto más 104.500 millones del Fondo de Acción Coyuntural—. A efectos de determinar las necesidades de financiación del Estado, aún hay que añadir 10.000 millones de dotación del Tesoro al Crédito Oficial. La cobertura de este déficit exigirá una apelación a los mercados exteriores por 22.000 millones de pesetas, la colocación de Deuda Pública en los mercados interiores por 70.000 millones y un recurso al Banco de España por 113.000 millones. No se puede ignorar el esfuerzo que será preciso realizar, a lo largo de 1979, para colocar el volumen previsto de emisiones de Deuda Pública en condiciones de mercado —esfuerzo que se acentúa porque el ICO y las entidades oficiales de crédito habrán de captar, simultáneamente, unos 50.000 millones de pesetas en los mercados interiores<sup>1</sup>—. Dicho esfuerzo es, sin embargo, fundamental si ha de evitarse que los déficits públicos se cubran por el método del recurso al Banco de España, que o bien tiene consecuencias inflacionistas o bien ha de ser compensado con reducciones de la financiación al sector privado de consecuencias negativas para la inversión y el ritmo de actividad. En todo caso, los déficits públicos han de programarse teniendo en cuenta las repercusiones de las emisiones públicas sobre las condiciones de financiación del sector privado. España ha de afrontar, como los demás países con economías sanas, las consecuencias financieras de los déficits públicos deseados y ha de modificar los hábitos que tienden a ignorar los problemas y esfuerzos que plantea y requiere la cobertura de esos déficits.

A partir de estas limitaciones en los efectos monetarios expansivos de los sectores exterior y público, se prevé que la financiación del sistema crediticio al sector privado aumente en torno a un 17% a lo largo de 1979. Esta tasa se sitúa muy cerca de la programada para las disponibilidades líquidas y es coherente con el propósito de alentar la recuperación de la inversión privada —sobre la cual ejerce un efecto relevante dicha financiación—. En cuanto a los dos componentes —crédito y adquisición de valores— que integran los flujos de financiación del sistema crediticio al sector privado, se prevé inicialmente que el crédito crezca a una tasa del orden del 17,4% (15,6% en 1978) a lo largo de 1979.

Dentro de este crecimiento previsto del crédito bancario al sector privado, las instituciones de crédito oficial proporcionarán unos 185.000 millones de pesetas (incremento del 28,6%) en un esfuerzo orientado, en

---

<sup>1</sup> Se prevé que el Crédito Oficial cubre sus necesidades de financiación, que se elevarán a 230.000 millones, mediante la colocación de cédulas de inversión por 130.000 millones, 10.000 millones de dotación del Tesoro, 40.000 millones de préstamos exteriores y 50.000 millones obtenidos en los mercados interiores.

buena medida, a proporcionar financiación al sector de la construcción en cuanto sector estratégico para estimular la actividad y el empleo; las cajas de ahorro incrementarán su crédito al sector privado en unos 348.000 millones de pesetas (incremento del 23,5%) y la banca privada lo hará en unos 769.000 millones de pesetas (incremento del 14,5%).

Las previsiones en cuanto a la estructura de los flujos de financiación al sector privado por tipos de instituciones de crédito están, sin embargo, condicionadas por cual sea la evolución relativa de los depósitos de cajas y bancos —de acuerdo con las preferencias del público— y cual sea el comportamiento de los depósitos que las cajas de ahorro mantienen en la banca privada. Ambos procesos quedan fuera de los márgenes de actuación de las autoridades. Estas procurarán, no obstante, que la estructura relativa del crédito al sector privado no se aleje en exceso de lo previsto en los párrafos anteriores y, sobre todo, que la corriente de financiación proporcionada a las empresas por la vía del descuento bancario no se com-

prima notablemente por debajo de los ritmos indicados, a fin de evitar perturbaciones al flujo normal de producción.

En su conjunto, el cuadro programado de magnitudes monetarias y crediticias es compatible con los objetivos de la política económica general para 1979, y será alcanzable (no sin importantes problemas de control monetario) siempre que se cumplan los límites previstos en el excedente exterior y en la financiación del sector público mediante recurso al Banco de España. En la medida que el crecimiento de los costes se adapte a las líneas propuestas por el Gobierno, la política monetaria programada ofrecerá unos márgenes de holgura muy superiores a los de los últimos años; y ésto se traducirá tanto en una distensión de los tipos de interés como en una mejor provisión de financiación al aparato productivo. Por ambas vías se creará un clima más favorable a la reactivación de la actividad económica —aunque ésta dependerá, en grado fundamental, de factores distintos de los puramente monetarios.

# Economía internacional

El saldo neto por cuenta corriente de las balanzas de pagos del conjunto de países de la O.C.D.E. ha sido prácticamente cero en 1978, después de un déficit de 27,5 mil millones de dólares el año anterior. El superávit de los países de la O.P.E.P. se ha reducido de 31 a 11 mil millones de dólares. Los países en vías de desarrollo han aumentado su déficit de 24 mil a 34 mil millones de dólares. Se trata de un incremento sustancial, pero que se sitúa por debajo de los niveles de 1975, y que, en su conjunto, no ha tropezado con problemas de financiación.

Si en el saldo por cuenta corriente no se incluyen las transferencias públicas, y sólo se contabilizan operaciones de bienes y servicios, el saldo resultante para los países de la O.C.D.E. arroja un superávit de 18 mil millones de dólares frente a un déficit, en 1977, de 13 mil millones. En definitiva la posición exterior de estos países ha mejorado de un modo muy apreciable durante el pasado año. Ocurre, además, que la mejora ha sido mucho mayor en el subgrupo de países más industrializados<sup>1</sup>, aunque en su interior se haya acentuado el desequilibrio resultante del fuerte déficit americano y el fuerte superávit de Japón y Alemania. Pero, en definitiva y en su conjunto, el subgrupo de países industrializados de la O.C.D.E. vuelve a tener, como antes de la crisis del petróleo, un apreciable superávit por cuenta corriente, lo que, en el caso de no decidirse por políticas económicas más expansivas, les llevaría a reemprender su papel de exportadores de capitales. Esta misma tónica se mantiene para las previsiones relativas a 1979, en un marco de lento crecimiento del comercio internacional cuya tasa real de aumento se ha estimado en un 5%, análoga a la registrada en 1977 y 1978.

La mejora en la posición exterior de los países industrializados no se ha traducido en un crecimiento de la demanda y de la producción, y, en consecuencia, las perspectivas de crecimiento del comercio internacional continúan siendo bastante modestas. El crecimiento del PNB en la zona O.C.D.E. se estima en un 3% para 1979 frente al 3,5% de 1978. En el tramo de países industrializados la expansión estimada se estira hasta un 3,5% que, también, continúa siendo inferior a las tasas del 3,75% de 1977 y 1978. Según las proyecciones del F.M.I. y de la O.C.D.E. la desaceleración del crecimiento en los Estados Unidos, Japón e Inglaterra será compensada por una mayor actividad de las economías de Alemania, Francia, Italia y el grupo de pequeños países industrializados. Esta expansión no permitirá presumiblemente reducir la debilidad de la demanda mundial pero, como en el grupo de países en los que se prevee una mayor actividad la importación representa una proporción mayor de su producción interna, las perspectivas de crecimiento de las exporta-

---

<sup>1</sup> Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Reino Unido, Italia y Canadá, a los que se agregarían: Austria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Holanda, Noruega, Suecia y Suiza.

ciones son más optimistas para aquellos países, como es el caso de España, que están más estrechamente ligados con los mismos.

Los países productores de materias primas volverán a encontrarse, en 1979, con una demanda mundial muy contenida y, en estas condiciones, es muy presumible que los precios de exportación de sus mercancías evolucionen ligeramente por debajo de los precios de importación. Visto desde la perspectiva de los países industrializados, esto significa una modesta y nueva mejora en la relación de intercambio. Su déficit global será algo superior al registrado este año —sin alcanzar los récords históricos de 1975—, lo que supone que no se producirán, en su conjunto, dificultades graves de financiación y que continuarán aumentando sus reservas de divisas a un ritmo bastante rápido. Las reservas son, además, relativamente altas en relación a sus importaciones, lo que les permitirá un incremento neto en sus importaciones de bienes y servicios.

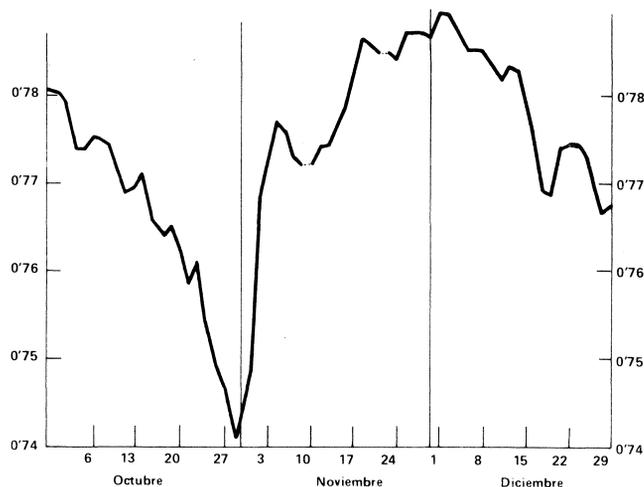
Los países exportadores de petróleo, por su parte, han reconstruido su relación real de intercambio después del aumento de precios acordado en la reunión de Abu-Dhabi. El precio subirá en cuatro fases hasta un total del 14,5% a lo largo de 1979, pero, el promedio de 1979 sobre el de 1978, será de un 10%. Como, por otro lado, el incremento de las importaciones continuará a un ritmo bastante intenso, el saldo por cuenta corriente se reducirá hasta un superávit de unos 7,5 mil millones de dólares.

El crecimiento más rápido de las exportaciones e importaciones de los países productores de petróleo y de los países en vías de desarrollo ha modificado ligeramente la distribución proporcional del valor en dólares del comercio mundial en el período 1973-1977, según la 13.<sup>a</sup> edición de la publicación del F.M.I. «Direction of Trade Annual». Por el lado de las exportaciones mundiales en el período 1973-77, la participación de los países industriales disminuyó del 69,1% al 65,5% mientras que la participación de los países exportadores de petróleo aumentó de 3,8% a un 7,8% y la de los demás países en vías de desarrollo pasó del 15,4% al 16,2%. Asimismo, la distribución del comercio desde la perspectiva de las importaciones se alteró considerablemente. La participación de los países exportadores de petróleo pasó del 7,9% al 14,4%. La de los países en desarrollo tuvo un ligerísimo incremento pasando del 13,6 al 13,9%. Como resultado de una mayor participación de las importaciones de los países de la O.P.E.P. en el total mundial, la de los países industriales disminuyó del 70,8% en 1973 al 65,1% en 1977.

## Evolución monetaria internacional

El brusco cambio en la orientación de los mercados de cambios a que dio lugar la adopción del paquete de

### 1. Valor del dólar en derechos especiales de giro



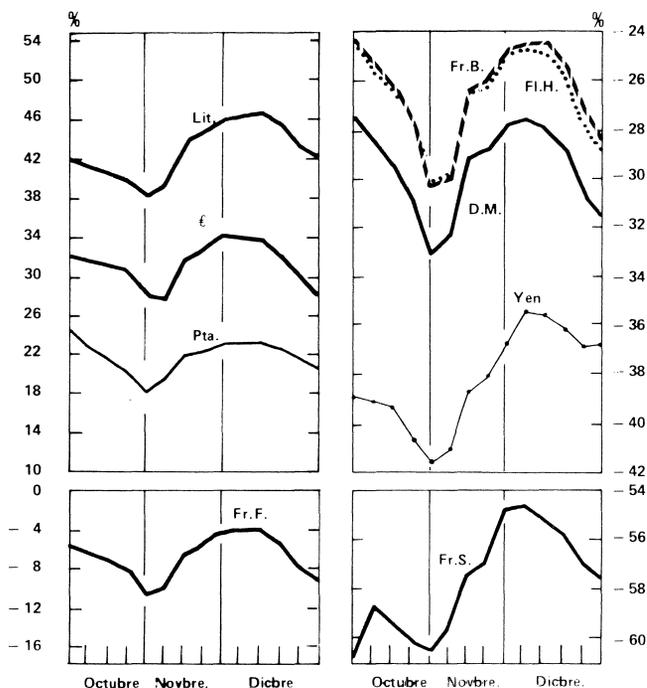
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

medidas en apoyo del *dólar USA*, el pasado 1 de noviembre, fue perdiendo intensidad a medida que transcurría dicho mes. Ya en diciembre, bajo la influencia del deterioro de la situación política en Irán, la divisa americana volvió a registrar una presión bajista que se incrementó, al menos de forma transitoria, con el anuncio de la subida del precio del petróleo por encima de lo establecido por las previsiones más pesimistas. De esta forma, la cotización del dólar USA, que a lo largo de noviembre se había apreciado un 6,3% en términos de derechos especiales de giro (D.E.G.), se depreció en diciembre un 2,4% con lo que a finales de este último mes su valor se encontraba tan sólo un 3,8% apreciado sobre el nivel de finales de octubre<sup>2</sup>. A la vista de todo esto, resulta muy aventurado adelantar cualquier opinión sobre la evolución de los mercados de cambios en un futuro próximo. En un principio, los resultados que se derivaron de la aplicación del plan antes mencionado hicieron concebir ciertas esperanzas de una mayor estabilidad en el comportamiento de las cotizaciones en 1979, cuando no de una recuperación del dólar. El alza sostenida de esta moneda a lo largo de noviembre, puesta a prueba en varias ocasiones por los operadores, parecía confirmar esta primera impresión. Sin embargo, para poder seguir manteniendo una opinión tan optimista habría que olvidarse de las elevadas intervenciones que los bancos centrales han venido realizando para contener los mercados, cuyo valor alcanza, según algunas fuentes, cerca de los dos tercios del fondo establecido de 30 mil

<sup>2</sup> En los cálculos, al igual que en los cuadros, se utilizan medias semanales.

## 2. Cotización al contado del dólar

Apreciación (+) o depreciación (-) del tipo de cambio medio semanal frente a las siguientes monedas (a)



(a) Variación porcentual sobre los últimos tipos centrales vigentes para cada moneda.

millones de dólares, aunque esta previsión parece algo exagerada. Por otro lado, no puede olvidarse que en tanto no se corrijan los problemas fundamentales de la economía americana la situación de su divisa continuará siendo frágil, al menos respecto a las monedas de los países con un mayor equilibrio externo e interno. En este sentido, no parece apreciarse por el momento una mejora sustantiva en el comportamiento de la balanza comercial y los precios de los Estados Unidos, si bien en los últimos meses se ha podido observar una lenta recuperación en los intercambios comerciales de dicho país con el exterior. El factor que puede influir de forma más decidida en favor del dólar sigue siendo, por tanto, el alto nivel de los tipos de interés americanos y del mercado de eurodólares que se encuentran situados cerca de los valores «record» de 1974.

El acuerdo sobre la constitución del Sistema Monetario Europeo (S.M.E.) a principios de diciembre y los diversos avatares por los que ha pasado hasta el momento de escribirse estas líneas no han ejercido una gran influencia en el desarrollo de los mercados. Ni siquiera el aplazamiento de la fecha fijada para su comienzo, el primero de enero de este año, motivó alguna reacción notable por parte de los operadores,

que se mantienen a la expectativa sobre el funcionamiento de dicho sistema en la práctica. El mecanismo establecido, que se basa en las paridades mutuas, al igual que la «serpiente», pero que se ve corregido por la creación de unos «umbrales de divergencia» derivados de la cotización de cada moneda respecto del ECU, es lo bastante complicado como para inducir a mantener una actitud de espera ante el desarrollo de los acontecimientos. Por lo que respecta a los dos últimos meses de 1978, todas las monedas candidatas a formar parte del S.M.E. han registrado una evolución paralela frente al dólar. Después de una corta caída a lo largo de noviembre, cuyos puntos máximo y mínimo están marcados por el *franco belga* —cerca de un

## 1. Cotización al contado de las principales monedas

(Cambios medios correspondientes a la semana del 26 a 29 de diciembre de 1978)

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por D.E.G.	Variación porcentual (a)	
		Respecto de la media de los días 30 y 31 de oct. 1978	Respecto de la última semana de 1977
Dólar U.S.A.	1,3001	3,77	-6,82
Yen japonés	253,2940	-5,59	15,04
Franco suizo	2,1129	-5,04	16,16
Libra esterlina	0,6401	0,73	-0,47
Marco alemán	2,3763	-1,64	7,92
Franco belga	37,5783	-2,51	6,56
Florín holandés	2,5729	-1,79	8,07
Franco francés	5,4631	-1,51	4,73
Lira italiana	1,081,6400	-1,62	-2,17
Peseta	91,4268	-0,37	7,41

(a)preciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al D.E.G.

	Cotización frente al dólar USA		
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)	
		Respecto de la media de los días 30 y 31 de oct. 1978	Respecto de la última semana de 1977
Dólar U.S.A.	-	-	-
Yen japonés	194,0600	-8,83	23,71
Franco suizo	1,6241	-8,50	24,81
Libra esterl. (b)	2,0348	-2,76	6,70
Marco alemán	1,8233	-5,02	16,05
Franco belga	28,8530	-5,97	14,48
Florín holandés	1,9766	-5,10	16,01
Franco francés	4,1891	-4,61	12,74
Lira italiana	829,6533	-4,95	5,32
Peseta	70,1990	-3,82	15,48

(a)preciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al dólar U.S.A.

(b) En dólares U.S.A. por unidad nacional.

11% — y la *lira italiana* —un 7,4%—, se registró una recuperación parcial cuyo alcance se situó entre el 2,6% de la divisa italiana y el 5,9% del florín holandés. La *libra esterlina*, moneda que no formará parte del S.M.E., se depreció frente al dólar en poco más de un 7% en noviembre, apreciándose en un 4,7% durante el mes siguiente. A este respecto hay que señalar que la tradicional vinculación entre las monedas del Reino Unido e Irlanda puede verse afectada por la distinta actitud ante el S.M.E. de ambos países.

Por lo que respecta al *precio del oro*, su evolución fue inversa a la del dólar USA, disminuyendo de 227,5 a 193,4 dólares la onza a lo largo del mes de noviem-

bre y elevándose hasta 226 dólares la onza al finalizar el año.

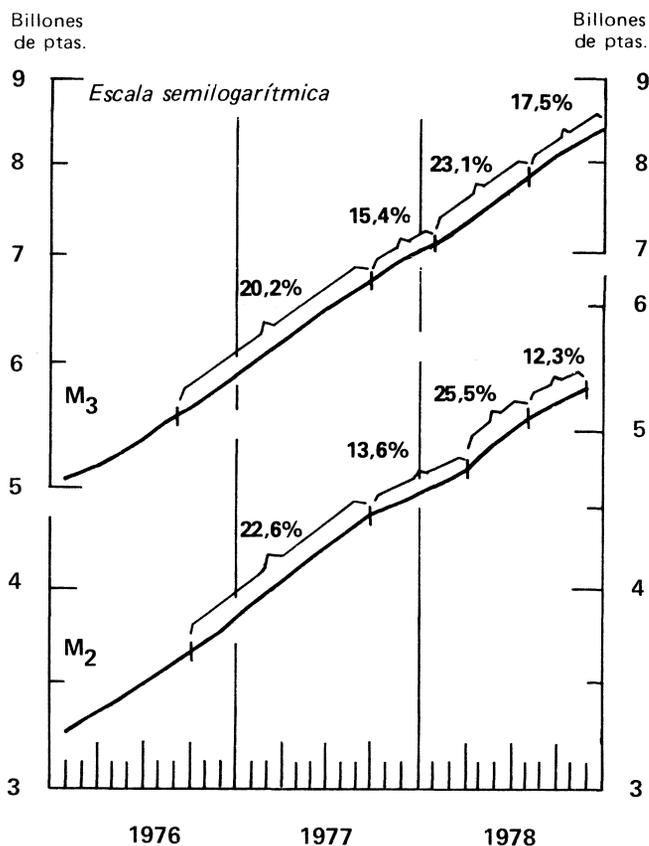
En los mercados monetarios internacionales, continuó la tendencia al alza de los *tipos de interés* en Estados Unidos y el mercado del eurodólar. En parte como respuesta a esta evolución y, fundamentalmente, para frenar el crecimiento de la masa monetaria inglesa, el tipo mínimo de préstamos fue elevado en Inglaterra del 10% al 12,5%. Los tipos de interés a corto plazo alemanes y los del mercado de París, por el contrario, mantuvieron durante los dos últimos meses de 1978 un comportamiento estable dentro de una tendencia decreciente.

# Evolución monetaria<sup>1</sup>

## Los agregados monetarios

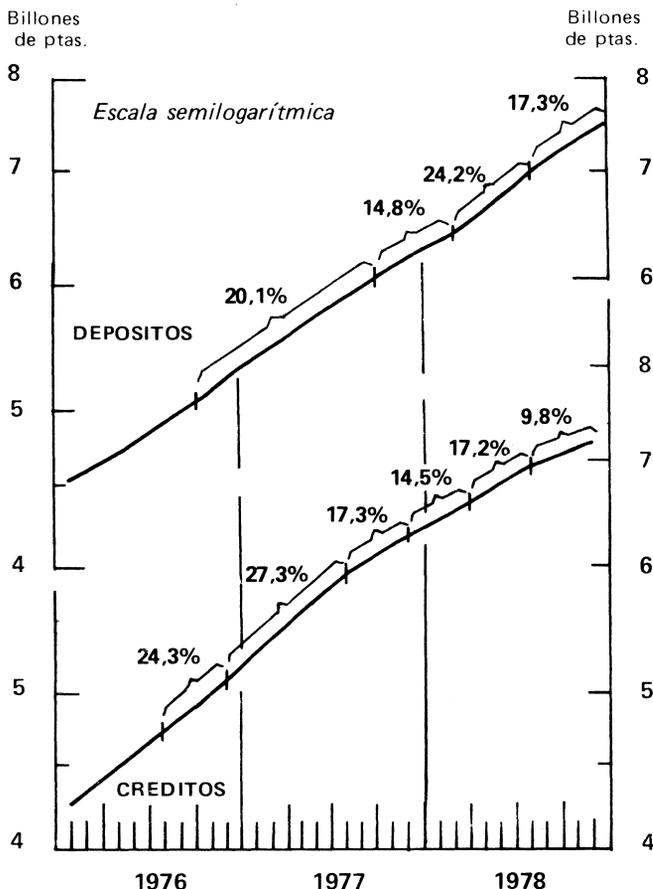
Durante la última parte del año 1978 se registró un notable descenso del ritmo de crecimiento de las magnitudes monetarias. En este sentido, el mes de agosto marcó un importante cambio de tendencia en relación con los elevados ritmos registrados en el período abril-julio (gráfico 1). Esa inflexión se vio interrumpida en septiembre, para, en los meses posteriores, aparecer ya una decidida tendencia a la desaceleración. La tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas entre los meses de julio y diciembre últimos se situó en el 17,5%, apreciándose una mayor moderación durante los últimos dos meses, como evidencia el que la tasa de crecimiento de este período haya descendido al 16,6%. Las predicciones realizadas en base a los últimos datos disponibles permiten estimar que en las próximas fechas no va a acentuarse la tendencia a la desaceleración, previéndose, en cambio, una recupera-

### 1. Agregados monetarios ( $\phi$ , \*)



<sup>1</sup> Salvo indicación en contrario, todas las cantidades absolutas citadas en los cuadros y en el texto están expresadas en miles de millones de pesetas y todas las tasas de crecimiento, sea cual sea el período a que se refieren, están expresadas en su equivalente anual.

## 2. Sistema bancario ( $\phi, *$ )



ción del ritmo de crecimiento en relación al observado en los últimos meses del año. Las series que se incluyen en los cuadros 1 y 2 y sus correspondientes tasas se encuentran corregidas de estacionalidad teniendo en cuenta las cifras disponibles hasta diciembre de 1978; dichas series difieren por tanto de las incorporadas en meses anteriores, cuya desestacionalización se realizaba con cifras hasta diciembre de 1977<sup>2</sup>. En un próximo boletín se analizará con detalle el significado y justificación de estas modificaciones en las series desestacionalizadas, y asimismo se incluirá una nueva serie de depósitos en la banca depurada de errores y rupturas.

La observación de un agregado monetario más restringido como es M<sub>2</sub>, que únicamente incluye el efectivo en manos del público y los depósitos a la vista y de ahorro, permite apreciar<sup>3</sup> que la desaceleración

<sup>2</sup> Con la salvedad de M<sub>2</sub>. Por la forma de cálculo de esta serie, el último dato corresponde al mes de noviembre y todavía no se ha procedido a actualizar su desestacionalización.

<sup>3</sup> Aun teniendo en cuenta las diferencias señaladas en la obtención de los coeficientes de estacionalidad.

experimentada ha sido más profunda, como consecuencia del rápido crecimiento de los depósitos a plazo, parcialmente relacionado con las tensiones del mercado monetario y la elevación consiguiente de los tipos de interés sobre estos depósitos.

## 1. Agregados monetarios ( $\phi, *$ )

	M <sub>3</sub>			M <sub>2</sub>		
	Saldo	T <sub>1</sub> <sup>1</sup>	T <sub>3</sub> <sup>3</sup>	Saldo	T <sub>1</sub> <sup>1</sup>	T <sub>3</sub> <sup>3</sup>
<b>1978</b>						
JUL	7.862	28,2	21,5	5.118	31,1	19,1
AGO	7.952	28,2	21,5	5.152	31,3	19,1
SEP	8.087	22,4	18,2	5.222	17,6	12,9
OCT	8.197	17,5	18,9	5.276	13,0	13,6
NOV	8.304	16,9	16,9	5.320	10,0	...
DIC	8.410	16,4	...	...	...	...

El crecimiento del efectivo en manos del público ha mostrado durante la segunda mitad del año un perfil mucho más moderado que en los doce meses anteriores, descendiendo la tasa de crecimiento del período julio-diciembre al 19,6%. Esta evolución supone una modificación notable en el ritmo de expansión del efectivo que, impulsado quizá por el descenso del ritmo de inflación, parece volver a la línea de tendencia mantenida con anterioridad a 1977. Los depósitos del sistema bancario (gráfico 2) mantuvieron un perfil de crecimiento muy similar al de las anteriores magnitudes, con una tasa en el período julio-diciembre del 17,0%, que desciende al 16,2% en los dos últimos meses del

## 2. Componentes de M<sub>3</sub> ( $\phi, *$ )

	Efectivo en manos del público			Depósitos del sistema bancario		
	Saldo	T <sub>1</sub> <sup>1</sup>	T <sub>3</sub> <sup>3</sup>	Saldo	T <sub>1</sub> <sup>1</sup>	T <sub>3</sub> <sup>3</sup>
<b>1978</b>						
JUL	819	22,1	18,7	7.025	29,4	21,6
AGO	830	16,4	21,2	7.102	14,0	21,7
SEP	845	25,2	20,5	7.222	22,4	17,8
OCT	858	20,1	21,7	7.318	17,1	18,8
NOV	872	20,1	18,9	7.414	16,9	16,7
DIC	883	16,8	...	7.507	16,1	...

mismo. Los depósitos de banca y cajas registraron a lo largo de todo el año ritmos de expansión bastante similares, con muy ligera ventaja, del orden de un punto, a favor de las cajas, y pequeñas alternativas, como la del período septiembre-noviembre, en que la tasa de crecimiento de los depósitos en la banca superó a la de las cajas.

### 3. Depósitos del sistema bancario (∅, \*)

	Depósitos en la banca			Depósitos en las cajas		
	Saldo	T <sub>1</sub> <sup>1</sup>	T <sub>1</sub> <sup>3</sup>	Saldo	T <sub>1</sub> <sup>1</sup>	T <sub>1</sub> <sup>3</sup>
<b>1978</b>						
JUL	4.553	29,5	20,3	2.472	29,3	24,1
AGO	4.590	10,2	20,8	2.512	21,4	23,4
SEP	4.672	23,8	17,5	2.550	19,9	18,3
OCT	4.740	18,9	20,0	2.578	13,8	16,5
NOV	4.804	17,6	17,1	2.610	15,8	16,0
DIC	4.861	15,0		2.646	18,2	

El último año se ha venido caracterizando por un ritmo de crecimiento relativamente elevado y estable de los depósitos a plazo (cuadro 4), favorecido por una elevación de las diferencias entre sus tipos de interés y los de los depósitos más líquidos, a cuyas expensas se ha producido el anterior fenómeno. Este desplazamiento hacia los depósitos a plazo se ha acentuado en la segunda mitad del año como consecuencia de las tensiones registradas en los mercados monetarios, que han promovido un aumento apreciable de aquellas diferencias de tipos de interés. Aunque sería prematuro identificar un cambio de comportamiento en función de la cifra de noviembre, hay que reseñar cómo los últimos datos acusan una reducción del desplazamiento registrado hacia los depósitos a

### 4. Depósitos del sistema crediticio (\*)

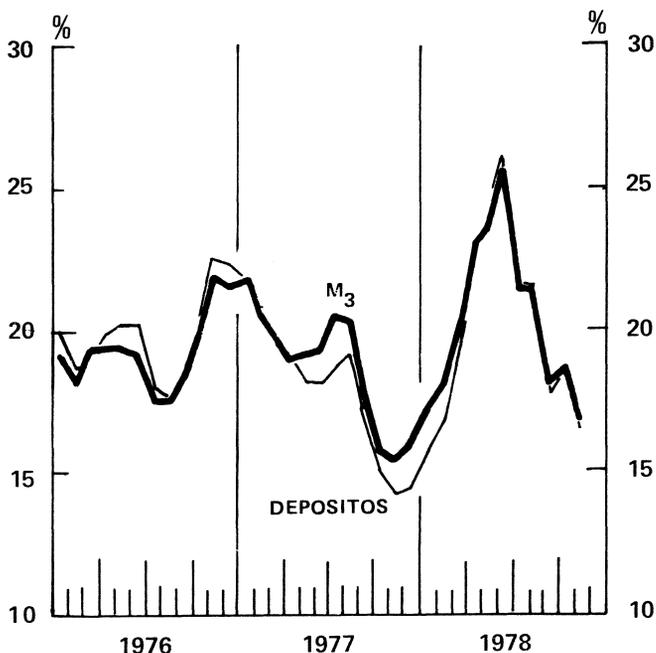
Datos a fin de mes

	Depósitos totales	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo
	Saldos			
<b>1978</b>				
JUN	7.135	2.099	2.303	2.732
JUL	7.271	2.133	2.356	2.783
AGO	7.355	2.126	2.384	2.845
SEP	7.473	2.151	2.417	2.904
OCT	7.561	2.174	2.423	2.964
NOV	7.651	2.189	2.449	3.014
	T <sub>1</sub> <sup>3</sup>			
JUN	27,2	30,6	24,5	27,0
JUL	22,8	16,2	23,3	27,8
AGO	20,3	10,4	21,2	27,6
SEP	16,9	7,9	11,9	28,7
OCT	17,1	12,2	11,3	26,0
NOV	(15,3)	(8,7)	(13,3)	(22,1)

En el último mes se incluye, entre paréntesis, la T<sub>1</sub><sup>1</sup> en la columna T<sub>1</sub><sup>3</sup>.

plazo, coincidiendo con el ajuste del ritmo de expansión operado por las entidades bancarias y con la distensión consiguiente de los mercados monetarios.

### 3. Agregados monetarios: T<sub>1</sub><sup>3</sup> (∅, \*)



### El sistema bancario

Junto a la ya conocida expansión de los depósitos del sistema bancario, la evolución de éste se vió marcada, en el último trimestre, por el mantenimiento a un nivel relativamente estable de la financiación (neta de emisiones de bonos del Tesoro) recibida del Banco de España, tras la fortísima reducción que ésta experimentó en el mes de septiembre. Ello fue posible porque la creación de liquidez por parte de los factores autónomos fue durante el último trimestre de 1978 muy moderada (cuadro 6 y gráfico 4). El efectivo en manos del público, cuyos ritmos de crecimiento en datos desestacionalizados ya han quedado reseñados, experimentó en diciembre el notable crecimiento que es consecuencia del fuerte componente estacional de este mes, pero su efecto se vió compensado por los restantes factores autónomos. El sector exterior superó las previsiones al mantenerse con variaciones positivas en meses en que estacionalmente muestra poca actividad y el sector público, aunque con una trayectoria desigual en los últimos meses, cerró el año cumpliendo las previsiones de déficit disponibles desde hace meses, que incluían la amortización anticipada, en el segundo semestre, de 1.000 millones de dólares de deuda exterior.

El resultado de esa evolución fue que el crecimiento de los activos netos del sistema bancario acusó durante los últimos meses una tendencia descendente en la que se combinan la análoga evolución de los depósitos con el estancamiento de la financiación recibida del Banco de España.

## 5. Crédito al sector privado (\*)

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de ahorro	Crédito Oficial
Saldos				
<b>1978</b>				
JUN	6.874	5.006	1.313	551
JUL	6.961	5.057	1.344	558
AGO	6.990	5.056	1.366	564
SEP	7.075	5.110	1.392	570
OCT	7.113	5.116	1.414	580
NOV	7.181	5.149	1.441	587
$T_1^3$				
JUN	17,6	14,8	26,6	22,8
JUL	14,6	11,3	25,0	20,3
AGO	12,2	8,6	26,3	13,9
SEP	9,0	4,7	22,6	17,2
OCT	11,4	7,6	24,2	16,9
NOV	(12,0)	(8,2)	(25,8)	(14,8)

En el último mes se incluye, entre paréntesis, la  $T_1^1$  en la columna  $T_1^3$ .

La demanda de crédito, que, en relación con la actividad productiva, había recobrado intensidad en el segundo trimestre, experimentó un cierto debilitamiento durante el tercero, contribuyendo con ello a facilitar el ajuste del ritmo expansivo del sistema bancario. En el último trimestre del año puede apreciarse alguna recuperación del ritmo de pulsación de la demanda que, junto con la reducción de la tasa de expansión de la oferta, debe haber supuesto un aumento del grado de racionamiento crediticio, que se había elevado ya en el trimestre anterior. Es todavía difícil saber en qué medida esa recuperación de la demanda está ligada a un aumento del ritmo de actividad productiva y en cuál lo está a una nueva aceleración de los precios. No obstante, si se confirman las predicciones monetarias referidas al mes de enero, parece que el endurecimiento de las condiciones de crédito, antes referido, no ha llegado a cortar, como sucede habitualmente, aquel impulso inicial de la demanda.

Como consecuencia de lo expuesto anteriormente, y muy especialmente por el ajuste obligado del ritmo de expansión del sistema bancario, el crédito al sector privado aumentó de forma muy moderada durante los últimos meses. La tasa de crecimiento del período

julio-noviembre se situó en 9,8%, con 5,6% tan sólo en la banca y 23,4% en las cajas. Las medias móviles del último trimestre con datos disponibles, centradas en octubre, apuntaban a una leve mejoría, situándose su tasa de crecimiento para el conjunto del sistema en el 11,4%, con un 7,6% en la banca y un 24,2% en las cajas. Las tasas de crecimiento de noviembre sobre igual mes del año anterior se elevaban, por su parte, al 14%, 10,5% y 22,7% para el conjunto del sistema crediticio, banca y cajas respectivamente.

## Intervención monetaria

Durante el mes de diciembre quedaron excluidos del sistema de cómputo del coeficiente de caja, de forma escalonada, los bonos de caja de bancos industriales, lo que supuso una liberación de activos líquidos del orden de 17 m.m. Esta fue una de las causas de la acción compensatoria llevada a cabo por la autoridad monetaria durante dicho mes (cuadro 6 y gráfico 4). Asimismo, el día 15 de diciembre vencía la operación concertada con bancos y cajas por la que estas instituciones mantenían en su cartera desde los primeros días de agosto 55 m.m. de bonos del Tesoro. Todo ello motivó, por una parte, que los saldos de los créditos de regulación, que se habían elevado considerablemente en noviembre, descendiesen a lo largo del mes de diciembre (de un volumen medio de 142 m.m. en la primera decena hasta 46 m.m. en la tercera). En la segunda quincena del mes, se reemprendió la colocación de bonos del Tesoro, manteniéndose un volumen medio de títulos en circulación de 27 m.m., inferior a los 57 m.m. de la primera quincena pero suficiente para mantener el volumen de la subasta en un nivel operativo relativamente aceptable.

La mayor novedad introducida en la operatoria de bonos del Tesoro fue la oferta sistemática de títulos a

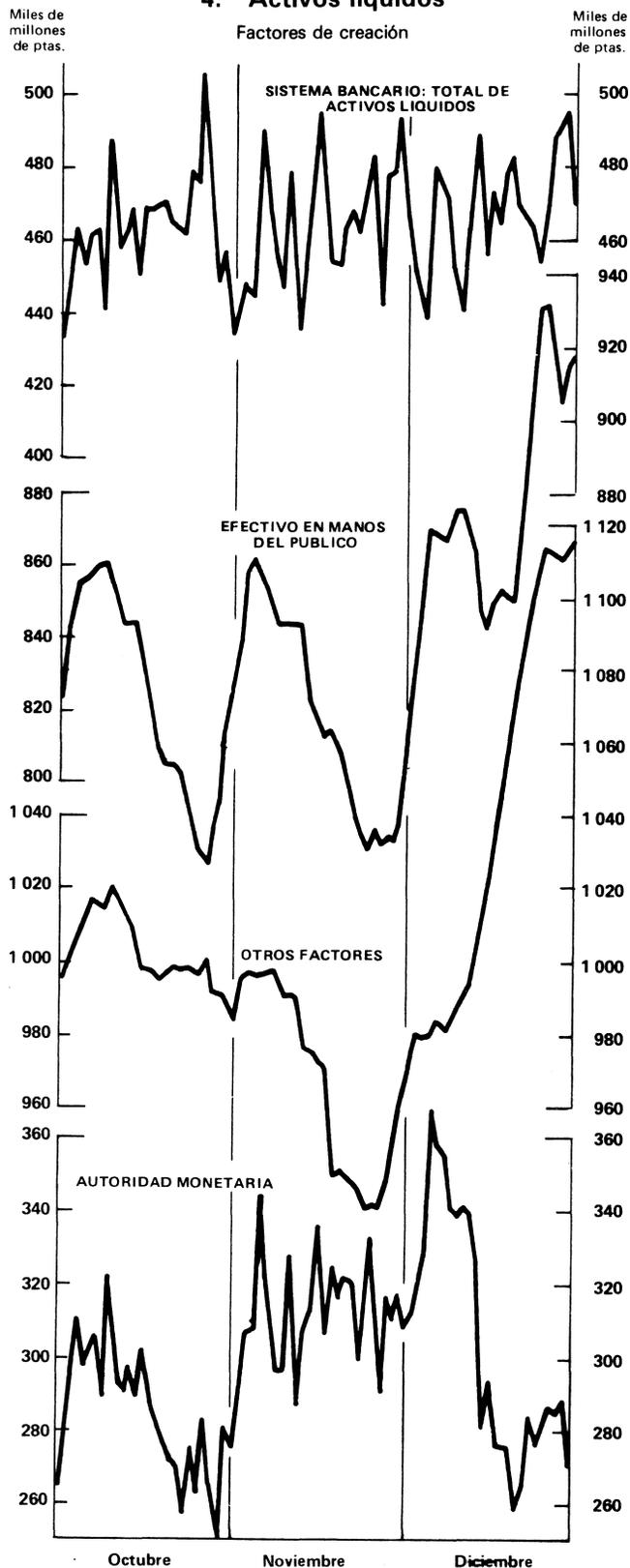
## 6. Banco de España: creación de activos líquidos ( $\phi$ )

Variaciones absolutas

	OCT.	NOV.	DIC.
<b>Activos líquidos</b>	<b>10,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>
Computables	7,8	4,2	-0,7
No computables	2,3	-0,8	4,8
<b>Contrapartidas:</b>			
<b>Efectivo</b> (aumento: -)	<b>6,4</b>	<b>9,3</b>	<b>-63,4</b>
<b>Otros factores autónomos</b>	<b>-4,0</b>	<b>-35,2</b>	<b>72,9</b>
Sector exterior	2,8	5,8	7,8
Sector público	21,3	-33,1	12,7
Otros	-28,0	-8,0	52,4
<b>Autoridad monetaria</b>	<b>7,6</b>	<b>29,3</b>	<b>-5,4</b>
Créditos al sistema bancario	0,2	35,5	-20,7
Fondos públicos y Bonos del Tesoro	7,4	-6,2	15,3

#### 4. Activos líquidos

Factores de creación

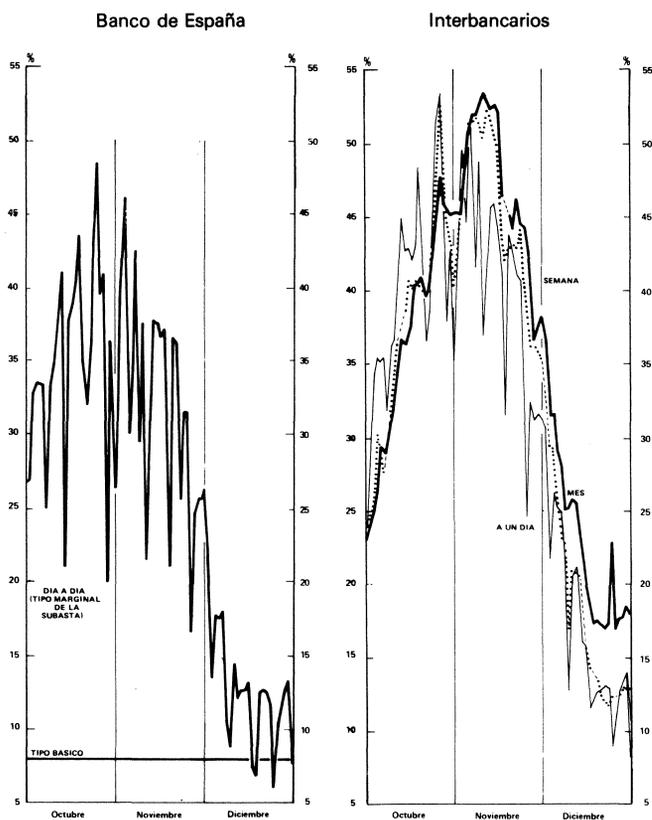


plazos de 7, 15, 30 y 60 días y, eventualmente, a plazos de 3 días, a tipos de interés próximos a los del mercado. Durante la primera parte de enero ha continuado esta actuación, elevándose notablemente los volúmenes sobre los que se ha operado.

Los tipos de interés de la subasta (cuadro 8 y gráfico 5) experimentaron una notable caída durante la primera decena de diciembre, intensificándose la tendencia a la baja iniciada a mediados de noviembre. A lo largo de las dos últimas decenas del año, y paralelamente a la evolución del mercado, prosiguió el ajuste a la baja de los tipos. Se observa, asimismo, en este último período una aproximación entre tipos medios y marginales propia de los períodos de distensión.

Los problemas de control diario y regular de los activos líquidos del sistema que se manifestaron durante todo el año 1978, como consecuencia de la acción persistentemente expansiva de los factores autónomos y la limitación de los instrumentos de drenaje de liquidez, van a continuar durante 1979. Estas dificultades condujeron, durante el año que acaba de finalizar, a la reducción de los límites de redescuento, la elevación del coeficiente de caja y la venta por el Banco de España de cédulas de inversión, en base a una redefinición del sistema de cómputo del coeficiente de inversión. Con objeto de asegurar dicho control durante el año que se inicia, e independientemente de que continúe la utilización de los bonos del Tesoro como instrumento de drenaje, se ha introducido la nueva figura del depósito obligatorio remunerado. Este instrumento, que no es susceptible de modificaciones diarias, permitirá drenar un cierto volumen de liquidez que garantice la existencia de un nivel de crédito de regulación adecuado para asegurar la intervención diaria y el buen funcionamiento del sistema de subasta. Con su utilización se obtiene un efecto similar, a efectos de control, al que se hubiese alcanzado con la elevación del coeficiente de caja, minimizando sin embargo la incidencia secundaria que la utilización de este último instrumento hubiese tenido sobre los tipos de interés del crédito bancario. Otra medida alternativa hubiera sido la reducción de los límites de redescuento por un importe equivalente, pero esta opción hubiese afectado exclusivamente a la banca al no tener las cajas límites sobre los que operar. Con ello se hubiese intensificado el desigual crecimiento del crédito que se viene registrando últimamente entre bancos y cajas y las fricciones en el mercado de crédito bancario derivadas de ello. La aplicación del tipo de interés básico como remuneración de los depósitos obligatorios supone que el efecto de estos y el de una reducción equivalente del redescuento ordinario sea el mismo para el conjunto del sistema, consiguiéndose sin embargo con aquellos una distribución más equitativa entre banca y cajas de ese impacto. Se prevé la entrada en vigor de este nuevo instrumento a partir del día 20 de enero, fraccionada en cuatro decenas sucesivas, hasta alcanzar el día 20

## 5. Tipos de interés



de febrero un nivel del 1% de los depósitos computables del último día de diciembre. El volumen inmovilizado es de 79 m.m. y su saldo deberá irse actualizando en función del saldo de los depósitos computables del último día hábil de cada trimestre, materializándose el depósito el día 20 del mes siguiente. Dada la finalidad de este nuevo instrumento y las previsiones disponibles sobre la evolución de los factores autónomos, es difícil esperar su modificación a la baja a lo largo de 1979.

Una reforma importante desde el punto de vista operativo ha entrado en vigor durante el mes de enero. Se refiere a la sustitución, optativa para la banca, del límite de redescuento ordinario por una póliza de crédito personal, garantizada con fondos públicos, de importe equivalente al anterior límite, cuya utilización requiere preaviso de 24 horas. Con ello se introduce una notable agilización en la utilización de esta línea de crédito por parte de las entidades bancarias, evitando los problemas operativos que suponía el desplazamiento de los efectos redescontados.

En el cuadro 8 se incluye el detalle mensual del tipo medio ponderado percibido por el Banco de España sobre el saldo total de los créditos (dispuestos y disponibles computables) concedidos al sistema bancario. Las cifras, de elaboración reciente, son todavía provi-

sionales y sus fluctuaciones son atribuibles a los cambios de importancia cuantitativa de los diferentes renglones de crédito y a las variaciones del tipo de interés de los créditos de regulación monetaria. El interés de esta serie reside en que, aunque sus cifras muestran oscilaciones apreciables entre los distintos meses, su nivel y sus variaciones están muy alejados de los de los tipos de los créditos de regulación monetaria, y permiten situar en su verdadera perspectiva estos últimos. En efecto, los datos confirman la afirmación, obvia, pero frecuentemente ignorada, de la incidencia relativamente marginal del tipo de interés de los créditos de regulación sobre el coste total del endeudamiento en el Banco de España del que dichos créditos son sólo una fracción. Dado que ese endeudamiento global es, a su vez, sólo una porción de los recursos totales bancarios, se deduce que la incidencia de los tipos de interés de los créditos de regulación sobre los costes globales de financiación del sistema bancario es realmente baja.

## Situación de liquidez y mercados monetarios

Tras el notable deterioro registrado en los meses de octubre y noviembre, el excedente de liquidez del sistema (cuadro 7) inició una recuperación suave durante las dos primeras decenas de diciembre, aumentando considerablemente en la tercera decena. Esta elevación, sin embargo, puede deberse en su mayor parte a errores en la previsión de los movimientos de efectivo, que en estas fechas adquieren gran relevancia. Esto habría producido desviaciones transitorias en la oferta de activos líquidos, que se traducirían en una oscilación del nivel de excedentes poco significativa para el futuro. Se advierte en definitiva que, con excepción de esta tercera decena, la reconstrucción de excedentes

## 7. Excedente de caja legal (ϕ)

Porcentajes

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
<b>1978</b>			
JUL.	0,12	0,10	0,15
AGO.	0,10	0,10	0,13
SEP.	0,10	0,09	0,11
OCT.	0,07	0,06	0,09
1.ª dec.	0,07	0,06	0,08
2.ª dec.	0,06	0,06	0,07
3.ª dec.	0,07	0,05	0,11
NOV.	0,06	0,05	0,10
1.ª dec.	0,08	0,08	0,08
2.ª dec.	0,06	0,05	0,08
3.ª dec.	0,05	0,01	0,13
DIC.	0,11	0,09	0,14
1.ª dec.	0,07	0,07	0,08
2.ª dec.	0,09	0,04	0,16
3.ª dec.	0,16	0,16	0,17

que la relajación de las condiciones del mercado interbancario parecía apuntar, no se ha producido más que muy moderadamente, por lo que será preciso observar la evolución de las próximas decenas para obtener conclusiones.

El mercado interbancario experimentó en diciembre un notabilísimo descenso de los tipos de interés para todas sus operaciones, intensificando la trayectoria iniciada en el mes anterior (gráfico 5). El valor medio de los tipos de la tercera decena de diciembre para las operaciones día-día se situó en el 12% y en el 18,4% para las operaciones a un mes. Los volúmenes negociados en el mercado fueron en diciembre ligeramente superiores a los del mes anterior, particularmente, en lo que se refiere a operaciones a plazo. Por instituciones, únicamente cabe destacar el descenso del recurso al mercado por parte de la banca industrial, que acusó notablemente el efecto de la exclusión del coeficiente de caja de los bonos emitidos por ella.

### 8. Tipos del mercado monetario (ϕ)

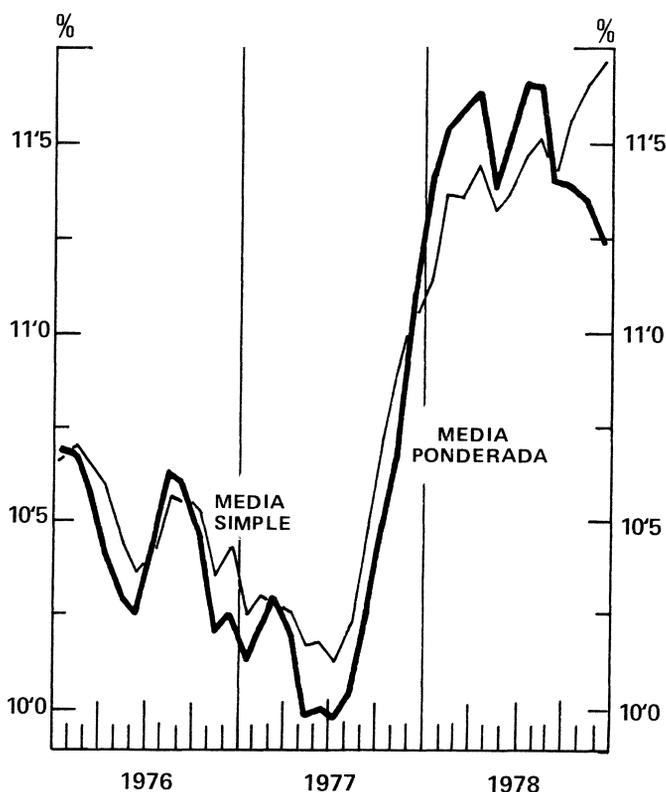
	Interbancarios			Banco de España		
	Día a Día	Una semana	Un mes	Marginal de la subasta a un día	Medio de la subasta a un día	Coste medio de la financiación al sistema bancario
JUN	17,2	16,7	17,1	19,3	20,4	7,7
JUL	27,2	26,3	24,5	24,7	27,1	11,1
AGO	40,8	37,9	37,4	33,9	37,5	13,8
SEP	26,5	26,3	28,0	28,3	30,6	10,4
OCT	40,2	38,2	36,4	35,1	38,9	14,3
1.ª dec	34,1	29,2	28,4	31,8	33,7	..
2.ª dec	43,2	39,6	38,0	36,9	41,6	..
3.ª dec	43,1	44,8	41,9	36,3	41,1	..
NOV	40,6	44,7	46,8	31,8	38,1	15,3
1.ª dec	47,5	48,3	49,5	37,1	46,3	..
2.ª dec	41,4	47,8	50,7	32,5	38,5	..
3.ª dec	34,6	39,2	41,7	27,1	31,4	..
DIC	16,8	17,9	22,8	12,5	15,3	9,3
1.ª dec	23,1	24,7	29,7	15,5	20,5	..
2.ª dec	16,0	17,0	21,4	11,7	14,3	..
3.ª dec	12,1	13,0	18,4	10,8	11,8	..

### El mercado de valores

La apelación al mercado a través de emisiones acentuó en noviembre los rasgos básicos observados en los meses anteriores de 1978. Estos eran: fuerte crecimiento del nominal emitido por el sector público y contracción acusada del recurso al mercado por emisores privados, en particular por las sociedades financieras. Como consecuencia, las emisiones nominales realizadas en el período enero-noviembre de 1978 registraron un ligero aumento, aproximadamente del 6%, respecto a las del mismo período de 1977, en que alcanzaron 360 m.m.

### 6. Rendimiento interno de obligaciones

Con vida media superior a 7 años



En cuanto a las emisiones públicas, hay que señalar que en noviembre tuvo lugar la emisión de 30 m.m. en deuda del Estado amortizable a 5 años y con un tipo de interés neto del 10,25%. Con ello las emisiones de este tipo de deuda pública totalizaron 60 m.m. en un año, dirigidos principalmente a un mercado en el que el Estado había incidido sólo ocasional y marginalmente desde los años treinta.

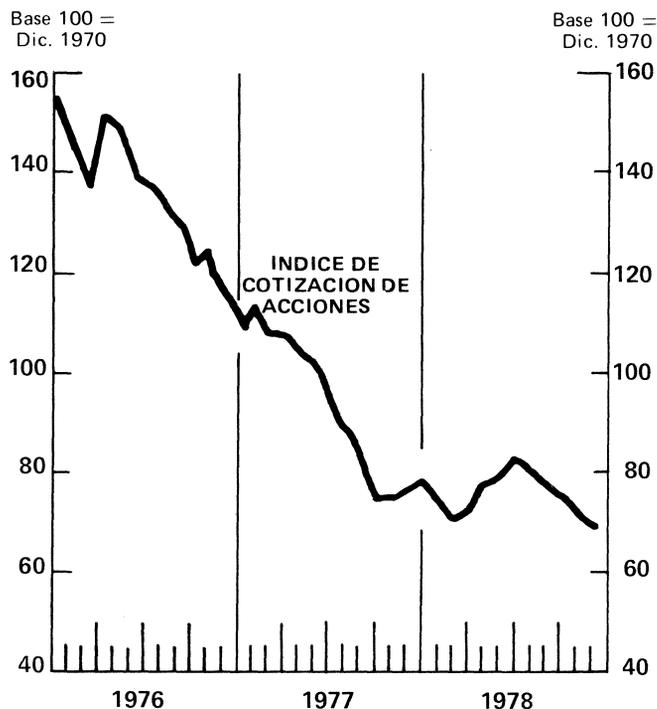
Merece destacarse, igualmente, que en noviembre y diciembre sufrieron un corte casi total las emisiones de obligaciones privadas computables para cubrir inversiones obligatorias de las cajas de ahorros, y, consiguientemente, el conjunto de emisiones de obligaciones privadas no bancarias, ya que aquellas supusieron el 86% de éstas para el conjunto del año. Esta evolución quizá venga determinada por la necesidad para las cajas de ahorro de absorber emisiones del INI, también computables, y de las que al finalizar octubre quedaban por emitirse 7 m.m. de los 28 m.m. autorizados para 1978.

En cuanto a los tipos de interés, a partir de finales de noviembre, la media ponderada del rendimiento interno de obligaciones y el rendimiento interno de las deudas amortizables emitidas en 1977 y 1978 muestra

ban cierta distensión en los mercados a largo. Sin embargo, la media simple del rendimiento interno de las obligaciones a largo plazo, en un divorcio con la media ponderada que resulta anormalmente persistente, acusó todavía en diciembre una elevación del rendimiento, aunque cediendo en su intensidad por segundo mes consecutivo. Aun cuando las causas de la divergente evolución de ambas medidas del rendimiento interno son objeto de estudio en estos momentos, puede afirmarse que detrás de la misma se oculta el dispar comportamiento de obligaciones de empresas eléctricas y no eléctricas. Mientras el rendimiento de aquéllas descendió en diciembre tanto en medida simple como ponderada, la media simple del rendimiento de obligaciones no eléctricas experimentó una fuerte elevación en dicho mes, que logró arrastrar la media simple total en el mismo sentido pero cedió ante el mayor peso de las eléctricas en la media ponderada. Antes de llegar a consideraciones más definitivas se hace así necesario responder, entre otras, a la cuestión de si mercados primarios separados —computables las

## 7. Cotización de acciones

Datos a fin de mes



Fuente: Bolsa de Madrid.

eléctricas, no computables el resto— justifican mercados secundarios no sólo distintos sino con diferente evolución.

Por otra parte, el leve descenso, 1,7%, del índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid en diciembre implica una elevación del rendimiento exigido a la inversión en valores; ahora bien, en este mercado debe haber tenido una influencia depresiva notable la fuerte concentración de emisiones de acciones en los dos últimos meses del año y la incertidumbre derivada de la inexistencia de nuevos acuerdos que sustituyan a los de la Moncloa de 1977 y de las decisiones políticas pendientes en aquellos momentos; elementos todos ellos cuya repercusión puede esperarse que sea mucho más intensa en el mercado de renta variable que en el de renta fija.

## 9. Emisiones netas de valores (a)

	ENE.-NOV. 1977	NOV.-OCT. 1978	NOV.-OCT. 1977	NOV.-OCT. 1978
<b>Públicas</b>	<b>102,5</b>	<b>...</b>	<b>17,8</b>	<b>...</b>
Administración Central (b)	89,2	152,5	10,8	46,6
Cédulas	90,3	119,4	11,3	17,1
Otros	-1,1	33,6	-0,5	29,5
INI	13,3	...	7,0	...
Otros (c)	...	...	-	...
<b>Privadas (con aportación)</b>	<b>257,8</b>	<b>195,9</b>	<b>27,3</b>	<b>25,9</b>
S. financieras (d)	54,1	23,6	6,9	1,5
Acciones	31,3	18,7	3,6	1,9
Bonos	22,8	5,0	3,3	-0,4
S. no financieras	203,7	172,1	20,4	24,4
Acciones	65,0	56,2	16,3	14,6
Obligaciones (a)	138,7	115,9	4,1	9,8
Total renta fija (a)	161,5	120,9	7,3	9,4
Total acciones	96,3	75,0	19,9	16,5
<b>Sin aportación</b>	<b>25,4</b>	<b>39,9</b>	<b>8,3</b>	<b>14,2</b>
Financieras	0,3	0,4	-	-
No financieras	25,1	39,4	8,2	14,1
Total privadas	283,2	235,8	35,6	40,1

(a) Las emisiones de obligaciones no bancarias son brutas.

(b) Excluidos pagarés y bonos del Tesoro.

(c) La información que no se refiere a emisiones del Crédito oficial es fragmentaria.

(d) Excluidas las participaciones de fondos de inversión mobiliaria.

# Actividad, empleo, precios

A pesar de la escasa información estadística disponible, parece confirmarse que la tasa de crecimiento del P.I.B. en términos reales se ha situado aproximadamente en un 3% en 1978. La demanda exterior explica la mayor parte de este crecimiento de la producción en tanto que la contribución de la demanda interna ha sido muy débil. El crecimiento de la actividad fue más intenso en el primer semestre del año que en el segundo, debido a una pérdida de ritmo en el avance de las exportaciones entre ambos períodos no compensada por el desarrollo de la demanda interna.

## 1. Encuesta de opiniones empresariales. Saldos (a)

	Cartera de pedidos			Previsiones producción próximos 3 meses		
	Total industria *	Bienes de consumo *	Bienes de inversión *	Total industria *	Bienes de consumo *	Bienes de inversión *
<b>1977</b>						
III TR $\emptyset$	-40	-36	-36	0	-6	-9
IV TR $\emptyset$	-46	-43	-52	-24	-10	-23
<b>1978</b>						
I TR $\emptyset$	-53	-51	-56	-7	-2	-22
II TR $\emptyset$	-46	-45	-58	-8	-1	-14
III TR $\emptyset$	-40	-36	-57	5	15	-10
IV TR $\emptyset$	-38	-30	-53	0	3	-18
SEP	-38	-31	-50	5	11	-15
OCT	-34	-30	-50	1	7	-16
NOV	-38	-27	-52	-5	-1	-19
DIC	-41	-34	-58	5	3	-18

(a) Diferencia entre porcentajes de respuestas extremas.

Fuente: Ministerio de Industria.

## Demanda de producción

Los resultados de la encuesta de opiniones empresariales indican que, en el cuarto trimestre de 1978 el nivel de la cartera de pedidos para el conjunto de la industria mejoró solo muy ligeramente respecto del trimestre anterior. Las existencias de productos terminados se mantuvieron, en el promedio del trimestre, en un nivel muy similar, mientras que las previsiones de producción para el trimestre siguiente dejaron de ser positivas, coincidiendo el porcentaje de empresas que prevén aumentos en la producción con el de las que prevén descensos. La evolución de la industria en el mes de diciembre, según la encuesta, resulta menos clara, puesto que descendió el nivel de la cartera de pedidos, aumentaron las existencias y, por el contrario, las previsiones de producción corregidas del componente estacional experimentaron una nueva mejoría.

En el cuarto trimestre de 1978 el sector industrial que presentó una evolución más positiva fue el de bienes intermedios, que vio elevarse el nivel de su cartera de pedidos y mantuvo las previsiones positivas

de producción del trimestre anterior, reduciendo a la vez sus existencias de productos terminados. El sector industrial de bienes de consumo también mejoró sus pedidos y redujo su nivel de existencias, pero sus previsiones de producción disminuyeron de forma acusada, aunque resultaron ser positivas tanto para el conjunto del trimestre como para el mes de diciembre. El sector de bienes de inversión no experimentó ninguna recuperación en los tres últimos meses, continuando la evolución negativa del resto del año y situándose de forma neta, como el sector más debilitado dentro del conjunto de la industria.

## 2. Demanda y actividad interior: T<sub>3</sub><sup>3</sup> (a)

	Matriculación de automóviles *	Consumo aparente de acero *	Consumo aparente de cemento *	Consumo de energía eléctrica *
<b>1977</b>				
III TR $\phi$	-31,3	-18,7	-3,9	-3,4
IV TR $\phi$	-11,9	-13,4	27,3	8,0
<b>1978</b>				
I TR $\phi$	44,1	-43,4	5,0	10,3
II TR $\phi$	26,9	-78,4	-9,6	8,9
III TR $\phi$	-40,3	134,3	-13,0	0,2
IV TR $\phi$	...	...	...	4,9
SEP	-40,3	134,3	13,0	0,2
OCT	41,0	208,9	...	4,0
NOV	27,6	...	...	7,4
DIC	...	...	...	4,9

(a) Las T<sub>3</sub><sup>3</sup> no están centradas.

Fuente: UNESA, INE y UNESID.

La matriculación de automóviles se ha ido recuperando en el cuarto trimestre de 1978 respecto del descenso experimentado en el período anterior, aunque la cifra de noviembre haya permanecido estabilizada respecto la del mes precedente. La recuperación del consumo aparente de acero en el tercer trimestre de 1978, que se acentuó más en el mes de octubre, puede ser un indicio de una mayor entonación en el nivel general de actividad y en particular en los sectores de bienes duraderos y de inversión, aunque en este caso se arranca de niveles absolutos claramente deprimidos.

El sector de la construcción parece haber sido, junto con el resto de los destinados a la producción de bienes de inversión, el que ha presentado una evolución más negativa en los últimos meses de 1978. El consumo aparente de cemento descendió en el tercer trimestre, y también experimentaron retrocesos en el segundo semestre los indicadores correspondientes a proyectos de viviendas y a calificaciones provisionales de viviendas de protección oficial. La encuesta de opiniones empresariales correspondiente a construcción ha presentado una intensa mejoría, en sus principales variables, en el mes de diciembre, que ha sido muy

fuerte en el subsector de la vivienda. Al tratarse de una encuesta con resultados muy irregulares, es preciso tomar con reservas la evolución de este último mes.

En cuanto a la producción, las últimas informaciones confirman el fuerte crecimiento experimentado por el valor añadido en el sector agrario. Este crecimiento, según estimaciones del Ministerio de Agricultura, ha sido del 7,7%, en 1978, siendo mucho más intenso el aumento real registrado en el subsector agrícola, cuya producción final creció en un 10,2%, mientras que la producción final del subsector ganadero creció solo en un 2,3%. Los importantes aumentos registrados en los precios de la carne han originado un trasvase de rentas hacia la ganadería, lo que hace que la participación de esta última en el conjunto del sector agrario se haya mantenido.

El consumo de energía eléctrica creció a una tasa anual del 4,9% en el cuarto trimestre de 1978, lo que supuso una mejoría respecto del débil crecimiento del trimestre anterior, aunque estuvo por debajo de los aumentos registrados en la primera parte del año. Las últimas estimaciones realizadas por el Ministerio de Industria indican que en 1978 la variación real del valor añadido en el sector industrial se va a situar alrededor del 1,5% (4,2% en 1977). El sector de la construcción no parece que haya experimentado ningún aumento real en 1978, manteniéndose en un nivel de producción similar al del año anterior. El sector servicios ha debido de crecer en 1978 por encima del 3%, destacando, dentro del mismo, los fuertes crecimientos correspondientes al subsector de las Administraciones Públicas y a las actividades más relacionadas con el turismo. El crecimiento en el total de extranjeros entrados en España se aceleró en el cuarto trimestre del año, resultando así un aumento del 17% para dicha magnitud en el conjunto del año.

## Empleo y paro

Los resultados de la Encuesta de Población Activa correspondientes al tercer trimestre de 1978 no ofrecen apenas ninguna mejora en cuanto a situación del mercado de trabajo respecto de trimestres anteriores. Los rasgos más importantes de la evolución del empleo en dicho período fueron, en primer lugar, el ligero ascenso de la población activa, después de haber descendido en los dos trimestres anteriores. En segundo lugar, por vez primera después de diez trimestres de descenso consecutivos, no disminuyó el total de personas ocupadas. Este ligero aumento en el empleo total se concentró en el sector agrario, puesto que el empleo no agrario volvió a retroceder en el tercer trimestre. Dentro del total de personas ocupadas, descendió el volumen de asalariados, a causa del retroceso experimentado en la cifra correspondiente al sector privado. Entre el tercer trimestre de 1978 e igual período de

1977 el total de asalariados disminuyó en 153.200 personas, siendo este retroceso consecuencia de la fuerte disminución registrada en el sector privado, donde el descenso fue de 276.500, mientras que en el mismo período aumentaron en 153.200 los asalariados del sector público.

El total de parados, según la Encuesta, ascendió a 1.014.000 en el tercer trimestre, produciéndose un nuevo aumento respecto del trimestre anterior, a causa, sobre todo, del incremento experimentado en el apartado correspondiente a los parados sin empleo anterior, que ascendieron, en el mismo período, a 416.000, lo que supone el 41% del total de parados.

### 3. Empleo y paro

	Encuesta de población activa			
	Ocupados en sentido estricto	Parados	Porcentaje de parados sobre activos	Paro registrado
	Miles de personas	Miles de personas	%	Miles de personas
<b>1977</b>				
III TR $\phi$	12.246	777	5,9	574,2
IV TR $\phi$	12.234	832	6,3	633,9
<b>1978</b>				
I TR $\phi$	12.138	929	7,0	710,2
II TR $\phi$	12.021	938	7,1	790,6
III TR $\phi$	12.029	1.014	7,7	872,3
SEP	...	...	...	897,1
OCT	...	...	...	917,6
NOV	...	...	...	912,0
DIC	...	...	...	896,3

Fuente: INE y Ministerio de Trabajo.

Las cifras de paro registrado del Ministerio de Trabajo alcanzaron su nivel máximo en el mes de octubre, puesto que, en los dos meses siguientes, el total de parados, según la fuente citada, ha disminuído ligeramente, colocándose por debajo de los 900.000 en diciembre.

### Salarios

En el período comprendido entre enero y noviembre de 1978 los convenios colectivos homologados y los laudos emitidos, según información del Ministerio de Trabajo, incluyeron aumentos en el salario por persona ocupada que supusieron un crecimiento anual medio del 20,5%, frente a un aumento medio del 24,8% en 1977. Un rasgo destacable de la negociación colectiva en 1978 fue la fuerte acumulación de convenios en la primera parte del año, sobre todo en el primer trimestre. En el tercer trimestre retrocedió notablemente el ritmo de negociación de convenios, que fue aún más

bajo en los meses de octubre y noviembre, correspondiendo a este último mes un total de 8 convenios y laudos, que afectan sólo a 20.900 trabajadores. Los jornales agrícolas crecieron en un 26,8% entre enero y noviembre de 1978 sobre igual período de 1977, mientras que la retribución media por hora trabajada, correspondiente a la industria, construcción y algunas ramas de servicios, aumentó en un 26,1% entre noviembre de 1978 e igual mes de 1977.

### Precios

El índice de precios de consumo registró en diciembre de 1978 un crecimiento mensual del 1,6%. Este aumento fue también el que presentaron, de forma muy aproximada, en dicho mes, los dos componentes básicos del índice, esto es, los subíndices correspondientes a productos «alimenticios» y «no alimenticios».

### 4. Índice de precios de consumo (\*) (Base 100 = 1976)

Porcentajes

	General		Alimenticios		No/alimenticios	
	T <sub>1</sub> <sup>-3</sup>	Aumento acumulado en el año	T <sub>1</sub> <sup>-3</sup>	Aumento acumulado del año	T <sub>1</sub> <sup>-3</sup>	Aumento acumulado del año
	<b>1977</b>					
NOV	13,1	25,4	4,5	26,6	20,3	24,6
DIC	14,0	26,4	9,2	27,1	16,9	26,0
<b>1978</b>						
JUL	22,2	10,4	39,4	11,3	12,7	9,8
AGO	17,1	12,4	21,9	15,4	13,5	10,3
SEP	13,3	13,3	11,6	15,2	15,1	12,0
OCT	10,6	14,2	-0,8	14,5	18,5	14,0
NOV	13,1	14,8	4,8	13,0	19,1	16,0
DIC	...	16,5	...	14,7	...	17,7

Fuente: INE.

En 1978 han sido los artículos no alimenticios los que han crecido de forma más importante, al contrario de lo sucedido en 1977. En efecto, en dicho año, el índice general ha aumentado en un 16,5%, frente a un crecimiento del 14,7% en los alimentos y de un 17,7% en los restantes artículos.

En diciembre de 1978 el componente alimenticio rompió la favorable tendencia registrada de los tres meses anteriores, en los que descendió de forma continuada. Los subgrupos correspondientes a carne, pescado y azúcar fueron los que contribuyeron con mayor intensidad al alza del 1,6% registrada por el conjunto de artículos alimenticios.

Los artículos no alimenticios han mantenido en diciembre la tendencia alcista que vienen presentando

desde septiembre de 1978. En este último mes se interrumpió la continuada desaceleración que estos productos mantenían prácticamente desde el comienzo del segundo trimestre del mismo año. Los subgrupos de vestido, calzado y menaje han influido de forma importante en la aceleración citada del componente no alimenticio en los últimos cuatro meses de 1978.

El crecimiento de los precios de consumo a finales de 1978 supone un ritmo de aumento para el índice general que, expresado en términos de tasa anual, asciende al 13,1%, siendo lo más negativo de su evolución el elevado proceso de aceleración que presentaron, como ya se ha indicado, los productos no alimenticios.

las cifras no se pueda asegurar un cambio en la tendencia que desde mediados de año venía observándose; más aún, si, como es el caso, el análisis no puede realizarse en términos reales por carecerse de los datos necesarios para ello.

## 1. Evolución del comercio exterior (a)

Miles de millones de pesetas

	Enero-diciembre 1977	Enero-diciembre 1978	% de incremento
<b>IMPORTACIONES</b>	<b>1.350,5</b>	<b>1.431,0</b>	<b>6,0</b>
Alimentos	204,7	231,6	13,1
Productos energéticos	383,2	406,6	6,1
Productos sin elaborar e intermedios	396,4	408,6	3,1
Bienes de capital	254,3	261,7	2,9
Bienes de consumo	111,9	122,5	9,5
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>775,3</b>	<b>1.001,4</b>	<b>29,2</b>
Alimentos	163,5	197,2	20,6
Productos energéticos	29,0	-12,8	25,3
Productos sin elaborar e intermedios	221,9	314,0	41,5
Bienes de capital (buques)	150,8 (24,6)	186,9 (22,5)	23,9 (-8,5)
Bienes de consumo	210,1	277,9	32,3
<b>SALDO COMERCIAL</b>	<b>-575,2</b>	<b>-429,6</b>	<b>-25,3</b>

(a) Fuente: Dirección General de Aduanas. La clasificación aquí presentada difiere de la facilitada por Aduanas en que la partida de semillas se excluye de los productos sin elaborar y se incluye en los alimentos.

En cuanto a las *importaciones* de mercancías, también muestran en los dos meses considerados un comportamiento relativamente dinámico en la línea ya apuntada por los datos del mes de octubre. Si, con el fin de eliminar los grupos de productos que por su carácter más irregular a corto plazo dificultan el análisis de la serie, se prescinde de los alimentos y de la energía, el resto de las importaciones, corregidas de variaciones estacionales, muestran en los cuatro últimos meses para los que se dispone de datos una clara aceleración con respecto a los valores alcanzados en meses anteriores. Hay que señalar que este dinamismo es mucho más acusado en el mes de diciembre ya que la caída en las importaciones de productos petrolíferos en dicho mes ha sido muy importante. El no disponer de datos suficientes sobre el comportamiento de los precios hace de nuevo que el análisis sea incompleto y provisional, aunque no parece posible que la aceleración mostrada por las importaciones se deba, exclusivamente, al comportamiento de los precios. También debe tenerse en cuenta que las irregularidades de final de año antes mencionadas pueden estar afectando también a las importaciones. En cualquier caso, dejando a un lado la evolución reciente, en el cuadro adjunto puede verse cómo para el conjunto del año las tasas de crecimiento medio en términos monetarios con respecto al año 1977 son bastante reducidas lo que hace que, en promedio, la caída real de las importaciones en 1978 haya sido muy acusada.

## 2. Registro de caja de las operaciones con el exterior

Millones de dólares (a)

	Enero-noviembre 1978		
	Ingresos	Pagos	Saldo
<b>1. Balanza por cuenta corriente</b>	<b>22.154</b>	<b>20.526</b>	<b>1.628</b>
Mercancías	11.763	15.549	-3.786
Servicios	8.664	4.568	4.096
Transferencias	1.727	409	1.318
<b>2. Capital a largo plazo</b>	<b>5.536</b>	<b>4.317</b>	<b>1.219</b>
Privado	4.328	2.707	1.621
Público	1.208	1.610	-402
<b>3. Capital a corto plazo</b>	<b>1.343</b>	<b>1.121</b>	<b>222</b>
<b>4. Instituciones bancarias privadas</b>	<b>4.467</b>	<b>4.320</b>	<b>147</b>
Cuentas en pesetas de no residentes	-76	-	-76
Créditos interiores en divisas	4.514	4.320	194
Variación de la posición en divisas	29	-	29
<b>5. Variación de reservas centrales (b)</b>	<b>-</b>	<b>3.433</b>	<b>-3.433</b>
<b>6. Errores, omisiones y diferencias de valoración</b>	<b>217</b>	<b>-</b>	<b>217</b>

(a) Valorado con los cambios medios mensuales, excepto las reservas de divisas.

(b) Incrementos (-).

## Balanza de pagos

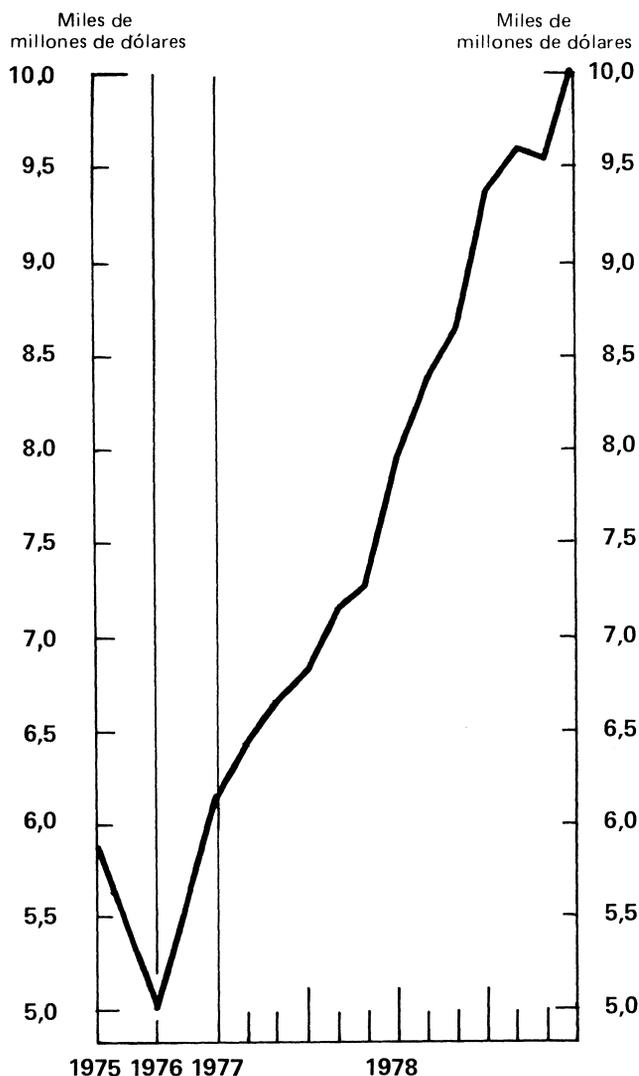
Pasando a analizar la información presentada en el cuadro que recoge los datos del *registro de caja* durante el período enero-noviembre, puede apreciarse como la *balanza por cuenta corriente* registra un superávit de 1.628 millones de dólares. Como los datos del mes de diciembre no es posible que alteren sustancialmente la cifra anterior, este superávit resultará mayor que el previsto para la balanza corriente en términos de transacciones en el conjunto del año (unos 1.500 millones de dólares). Esta diferencia puede explicarse, fundamentalmente, por los diferentes criterios de contabilización empleados para algunos epígrafes de las balanzas de mercancías y servicios según caja y según transacciones (especialmente las referentes a fletes y seguros comerciales), pudiéndose por tanto decir, con toda la precaución que las dificultades de cuantificación imponen, que para el conjunto de 1978 no se han producido movimientos importantes de «leads» y «lags» en la balanza comercial.

Los diferentes renglones que componen la balanza por cuenta de capital no presentan diferencias importantes en los últimos meses respecto de su evolución en los meses anteriores. El saldo del *capital a largo plazo* se ha reducido en 323 millones de dólares debido a las amortizaciones realizadas en el epígrafe de capital público (mil millones de dólares correspondientes al préstamo al Reino de España, amortizado en el período agosto-noviembre), ya que el capital privado continúa aportando saldos positivos sustanciales. El *capital a*

*corto plazo*, por su parte, registró hasta noviembre una cifra en términos netos muy parecida a la alcanzada en los nueve primeros meses del año.

Dentro de las *instituciones bancarias privadas*, las cuentas en pesetas de no residentes alcanzaron en noviembre un saldo positivo por primera vez desde el mes de mayo y los créditos interiores en divisas continuaron durante los meses de octubre y noviembre arrojando saldos positivos considerables (54 y 123 millones de dólares, respectivamente).

### 1. Reservas exteriores de España

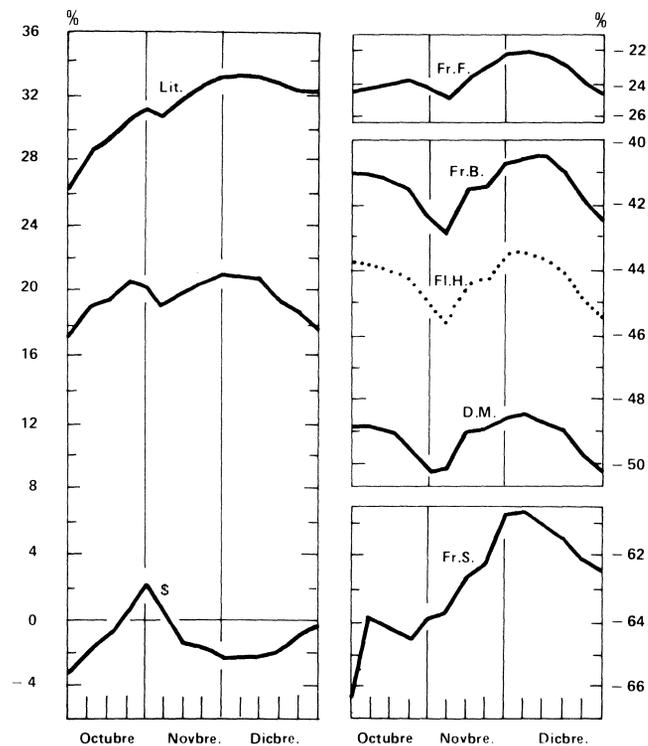


Las *reservas centrales netas*, por último, experimentaron en los meses de octubre y noviembre un descenso de 75 millones de dólares, no habiéndose registrado un hecho similar, que también fue de menor cuantía,

desde el mes de diciembre del año 1977. Sin embargo, en el último mes de 1978 volvieron a aumentar las reservas, habiéndose alcanzado para el conjunto del año un incremento de 3.889 millones de dólares<sup>1</sup>.

### 2. Cotización al contado de la peseta

Apreciación (+) o depreciación (-) del tipo de cambio medio semanal frente a las siguientes monedas (a)



(a) Variación porcentual sobre las paridades vigentes en mayo de 1970.

### Evolución del tipo de cambio de la peseta

Durante los dos últimos meses de 1978, la *cotización al contado* de la peseta registró una evolución similar a la de las demás monedas frente al dólar USA, si bien sus fluctuaciones fueron más atenuadas que las de aquellas. Así, durante el mes de noviembre, la peseta se depreció en un 5,7% frente a la divisa americana mientras que la caída de las demás monedas importantes se situaba por encima del 7%. Por el contrario, en diciembre, la recuperación de la peseta frente al

<sup>1</sup> En el próximo informe se comentará el registro de caja para el conjunto del año 1978 que acaba de publicarse. El saldo de la balanza corriente, según caja, ha sido de 1.674 millones de dólares y el de la balanza de capitales de 1.894 millones de dólares.

dólar USA fue de un 2% cuando la lira italiana, que fue la moneda que menos se apreció en ese período, lo hizo en un 2,6%. Como consecuencia de ello la cotización al contado de la peseta mantuvo frente a las monedas europeas y el yen japonés una trayectoria inversa a la que registró frente al dólar USA, habiéndose apreciado respecto de aquellas en noviembre para depreciarse durante diciembre. Al término de 1978, como resultado conjunto de su evolución a lo largo de estos dos últimos meses la peseta se encontraba, en relación con sus niveles de finales de octubre, depreciada en un 3,8% respecto del dólar USA y en un 1,1% respecto de la libra esterlina. Frente a las demás monedas europeas y el yen, por el contrario, el tipo al contado de la peseta se apreció en cuantías diversas que van desde el 5,5% registrado frente a la divisa japonesa hasta el 0,8% en relación con el franco francés.

### 3. Variación porcentual del valor a la peseta frente a las principales monedas (a)

Semana del 26 al 29 de diciembre de 1978

	Media de los días 30 y 31 de octubre de 1978	Última semana de 1977	Semana del 12 al 15 de julio de 1977 (b)
Dólar U.S.A.	-3,8	15,5	23,7
Yen japonés	5,5	-6,7	-9,3
Franco suizo	5,1	-7,4	-16,8
Marco alemán	1,3	-0,5	-1,3
Franco belga	2,3	0,9	0,2
Florín holandés	1,4	-0,5	-0,2
Franco francés	0,8	2,4	6,6
Libra esterlina	-1,1	7,6	4,5
Lira italiana	1,2	9,6	16,3

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de la peseta respecto de su cotización media en las fechas indicadas.

(b) Semana de la última devaluación de la peseta.

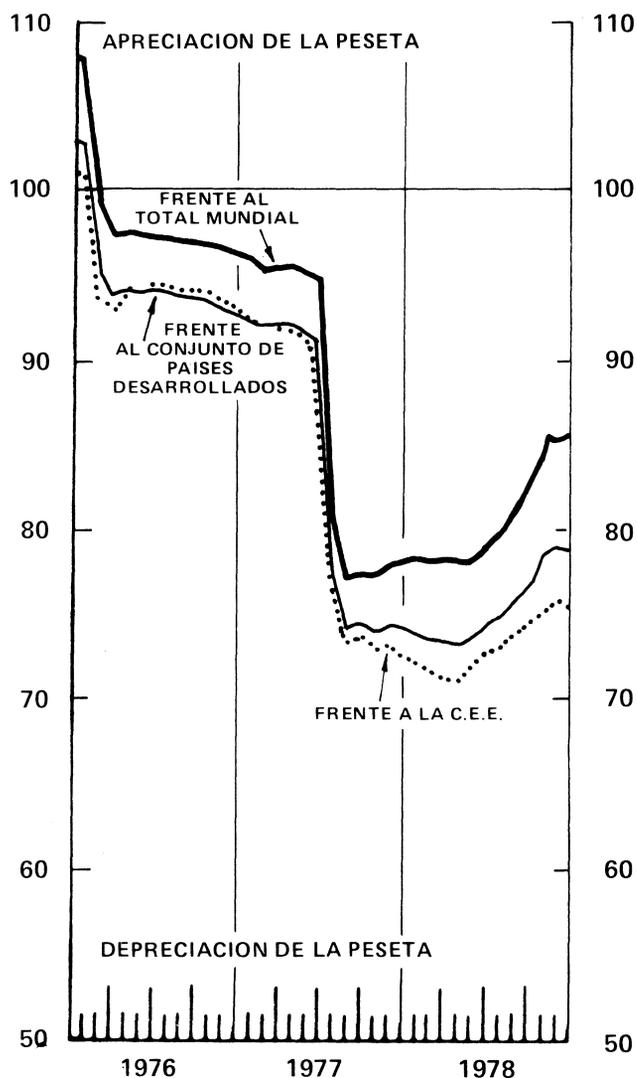
Sólo la sustancial intervención del Banco de España en el mercado comprando dólares, impidió una mayor apreciación de la peseta a lo largo de noviembre y diciembre. Ello es prueba evidente de que las presiones de demanda de pesetas por parte del mercado continuaron a lo largo de estos dos meses, debido a un mejor comportamiento de la balanza de caja por cuenta corriente y, sobre todo, al fuerte recurso del sector privado al crédito exterior. Este último factor —instrumentado, en una parte importante, a través del mecanismo previsto en la Circular 3-DE— se ha visto propiciado durante gran parte del año pasado por el fuerte diferencial entre los tipos de interés de España y los extranjeros así como por los plazos de obtención de los créditos. La falta de disponibilidad interna de crédito agudizó además la necesidad de buscar financiación

en el exterior, con el consiguiente efecto alcista sobre el tipo de cambio de la peseta y los problemas de instrumentación de la política monetaria que se derivaron de la fuerte entrada de capitales. El mantenimiento de este fenómeno durante noviembre y diciembre del año pasado derivó en un aumento de las reservas de oro y divisas de 420,5 millones de dólares en dicho período, al término del cual, el valor total de las reservas españolas se situaba en 10.015,4 millones de dólares.

### 3. Índice de la posición efectiva de la peseta (a)

Base 100 =  
mayo 1970

Base 100 =  
mayo 1970



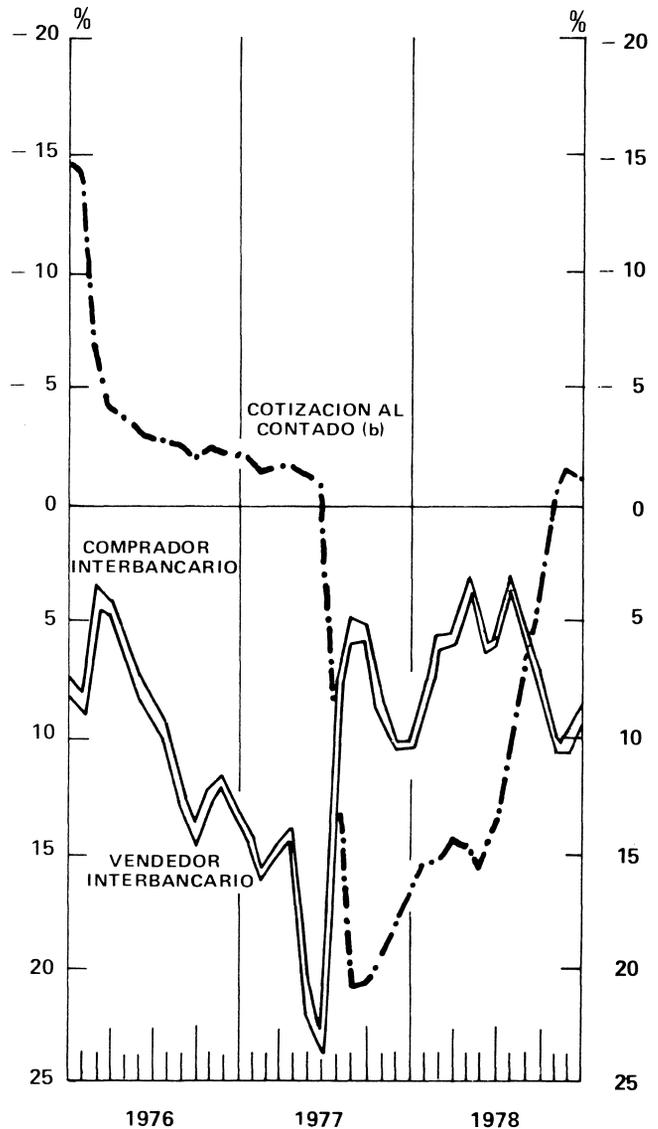
(a) Medias geométricas ponderadas por el comercio exterior de 1974.

En términos de posición media efectiva, el índice medio semanal frente al mundo se depreció un 1,3% a lo largo de los dos últimos meses de 1978, siendo atribuible la mayor parte de esta caída al mes de diciembre, ya que en noviembre, después de una disminución inicial, dicho índice mantuvo una leve tendencia alcista. Frente a los países desarrollados y el Mercado Común<sup>2</sup> la evolución de la cotización media efectiva de la peseta fue, como se puede deducir de lo expuesto hasta ahora, inversa de la registrada frente al total mundial, apreciándose en noviembre y depreciándose en diciembre. Al final del período, el índice medio semanal frente a los países desarrollados se situaba, prácticamente, al nivel de la media de los últimos días, de octubre, mientras que se había apreciado un 1,3% respecto del Mercado Común.

En el *mercado a plazo*, el tipo de cambio a tres meses de la peseta se depreció un 1,2% frente al dólar USA durante los dos últimos meses de 1978. No obstante, la mayor caída del tipo de cambio al contado hizo que el descuento de la peseta disminuyese de cerca de un 18% al final de octubre hasta un 7% en la última semana de diciembre. El fuerte descenso en los tipos de interés interbancarios españoles, unido a la subida de los tipos del eurodólar hizo que, a pesar de la sustantiva disminución del descuento a plazo de la peseta, el diferencial cubierto de los tipos de interés se situase a unos niveles menos favorables al recurso de crédito al exterior. Esta situación se hizo mucho más patente a partir de la segunda mitad de diciembre en que dicho diferencial registró unos valores bajísimos y en algún caso cercanos a cero.

#### 4. Cotización a plazo de la peseta

Premio (+) o descuento (-) a tres meses del dólar frente a la peseta (a)



(a) Desviación porcentual de los tipos de cambio a plazo sobre el tipo medio al contado, en pesetas por dólar, multiplicada por cuatro.

(b) Desviación porcentual del dólar frente a la peseta respecto a la paridad de mayo de 1970.

<sup>2</sup> Debe tenerse en cuenta la menor y nula participación del dólar USA en estos índices, respectivamente.



## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### PUBLICACIONES PERIODICAS

**BOLETIN ESTADISTICO (Mensual)**

**BOLETIN ECONOMICO (Mensual)**

**BOLETIN ESTADISTICO: SERIES HISTORICAS.**

<b>Banco de España</b>	<b>1962 / 1974</b>
<b>Opiniones empresariales</b>	<b>1962 / 1974</b>
<b>Banca privada</b>	<b>1962 / 1975</b>
<b>Empleo y salarios</b>	<b>1962 / 1976</b>
<b>Sector exterior</b>	<b>1962 / 1977</b>

\*\*\*Las tres anteriores publicaciones se distribuyen por suscripción única con la siguiente tarifa:

#### Tarifa de suscripción anual:

España		Ptas. 1.200
Europa	\$	27*
Iberoamérica y Canadá	\$	60*
U.S.A.	\$	62*
Resto del mundo	\$	60* *Distribución por vía aérea.

**INFORME ANUAL** \*\*\*Esta publicación se distribuye gratuitamente a todos los suscriptores del Boletín estadístico y a las personas o entidades que lo solicitan.

### LIBROS

**Ensayo sobre la economía española a mediados del siglo XIX** — Servicio de Estudios— Banco de España, 1970. (*Distribuidor: Editorial Ariel — Barcelona.*)

**La banca española en la restauración (2 volúmenes)** — Servicio de Estudios— Banco de España, 1974. (*Distribuidor: Editorial Tecnos — Madrid.*)

**Una estimación de la contabilidad nacional trimestral de España, 1962 - 1972** — Servicio de Estudios— Banco de España, 1975. (*Distribuidor: Editorial Tecnos — Madrid.*)

**Los precios agrícolas durante la segunda mitad del siglo XIX**, por Nicolás Sánchez Albornoz — Servicio de Estudios— Banco de España, 1975. (*Distribuidor: Editorial Tecnos — Madrid.*)

**Los ferrocarriles en España 1884/1943 (2 volúmenes)** — Servicio de Estudios— Banco de España, 1978. (*Distribuidor: Editorial Bruguera — Madrid.*)

\*\*\*Estas publicaciones se encuentran a la venta en librerías. El Servicio de Publicaciones no facilita ninguna de ellas.

### ESTUDIOS ECONOMICOS

1. **Julio Rodríguez López:** Una estimación del producto interior bruto trimestral de España, 1958/1971, (1972).
2. **Vicente Poveda Anadón y Pedro Martínez Méndez:** El empleo de tasas de variación como indicadores cíclicos, (1973).
3. **Ignacio Garrido Sánchez:** El rendimiento interno de las obligaciones 1960-1973, (1974).
4. **Francisco Martín Bourgón:** Rendimiento de una cartera de valores en España en el período 1961-1972, (1974) (agotado).
5. **José Manuel Olarra Jiménez:** Medidas de política monetaria adoptadas en el período 1957-1976 (2.ª edición 1976), (1974).
6. **José Pérez Fernández:** Un modelo para el sector financiero de la economía española, (1975).
7. **Julio Rodríguez López:** Las encuestas coyunturales, su empleo en España, (1975).
8. **Ana Sánchez Trujillo:** Relaciones econométricas sobre precios y salarios en la economía española, (1977).

9. **José Pérez Fernández:** El tipo de rendimiento de las obligaciones y la demanda de depósitos, (1977).
10. **Luis Angel Rojo y José Pérez Fernández:** La política monetaria en España: objetivos e instrumentos, (1977) (agotado).
11. **Antoni Espasa:** Estimación y selección de modelos económicos dinámicos, (1978).
12. **Jesus Albarracín Gómez:** La función de inversión bajo una tecnología Putty-Clay: Un intento de estimación para la economía española, (1978).
13. **Julio Rodríguez López:** Una estimación de la función de inversión en viviendas en España, (1978).
14. **José María Bonilla:** Funciones de importación y exportación en la economía española, (1978).
15. **Antoni Espasa:** El paro registrado no agrícola 1964-1976: un ejercicio de análisis estadístico univariante de series económicas, (1978).
16. **Miguel Angel Arnedo Orbañanos:** Formulación de un índice de posición efectiva de la peseta mediante medias geométricas (1978).

\*\*\*Estas publicaciones se encuentran a la venta en el Servicio de Publicaciones al precio de 100, — pesetas el ejemplar.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 7801 **Vicent Poveda y Ricardo Sanz:** Análisis de regresión: algunas consideraciones útiles para el trabajo empírico.
- 7802 **Julio Rodríguez López:** El PIB trimestral de España, 1958-1975. Avance de cifras y comentarios.
- 7803 **Antonio España:** El paro registrado no agrícola 1964-1976: un ejercicio de análisis estadístico univariante de series económicas.
- 7804 **Pedro Martínez Méndez y Raimundo Poveda Anadón:** Propuestas para una reforma del sistema financiero.
- 7805 **Gonzalo Gil:** Política monetaria y sistema financiero. Respuestas al cuestionario de la C.E.E. sobre el sistema financiero español.
- 7806 **Ricardo Sanz:** Modelización del índice de producción industrial y su relación con el consumo de energía eléctrica.
- 7807 **Luis Angel Rojo y Gonzalo Gil:** España y la C.E.E. Aspectos monetarios y financieros.

*\*\*Estas publicaciones — que, por su carácter especializado, son de tirada reducida— se distribuyen gratuitamente a las personas o entidades interesadas que las soliciten por correo.*

**Información:** Banco de España,  
Servicio de Publicaciones. Teléfono 221 22 59  
Alcalá, 50. Madrid-14

