

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

junio 1979

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
 - Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
 - » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
 - ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que 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 periodos.
 - * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con un mes y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$. Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.

Advertencias

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



Indice

Página	
4	Economía internacional.
9	La evolución monetaria
15	Actividad, empleo y precios
19	Sector exterior
23	Indicadores económicos

Economía internacional

Cada vez son mayores los peligros de que la evolución de la situación energética perturbe seriamente la economía mundial a través de un menor crecimiento, una mayor inflación, un paro creciente y continuos desequilibrios en las balanzas de pagos. Ante esta alarma generalizada los organismos económicos internacionales y los estados mayores de los principales países industrializados han procedido a analizar los efectos previsibles de las bruscas elevaciones en los precios de los crudos y las consecuencias de la reaparición de escaseces en los suministros. Así mismo han abundado las recomendaciones sobre la necesidad de seguir políticas apropiadas que, tomando como referencia un aumento real de los precios de la energía a largo plazo, contribuyan a limitar la demanda de petróleo y estimulen el desarrollo de nuevas fuentes energéticas tanto a corto como a medio plazo. La O.C.D.E. ha insistido en la reciente reunión de ministros económicos de la organización, celebrada a mediados del mes de junio, sobre el hecho de que si no se adoptan las medidas correspondientes para reducir la demanda de energía, será necesaria la adopción de una política económica restrictiva que reduzca la demanda global. En estas circunstancias el crecimiento deberá ajustarse a objetivos más modestos y el paro continuará aumentando. Los límites impuestos por la situación energética hacen incluso difícil que un modesto crecimiento del PIB en torno a un 3,5 % en el área de países de la O.C.D.E. pueda conseguirse sin encontrar graves dificultades. Así mismo, los niveles de producción y de reservas conocidas de petróleo parece que impedirían, incluso, el que pudiera obtenerse un volumen de crudos suficiente como para atender con regularidad la demanda resultante de un aumento del PIB a medio plazo del orden del 4,5 % en los países de la O.C.D.E. excepto en el caso que se produjera una rápida y radical modificación en los hábitos de consumo y en la distribución de factores productivos empleados por la industria, lo que es prácticamente irrealizable a corto plazo.

La situación del mercado energético impone que el resultante de las políticas económicas adoptadas por los países industrializados tenga que ajustarse a dos limitaciones básicas: reducir la cantidad de petróleo importado en relación al PIB y evitar un incremento en la demanda de petróleo por encima de los niveles de producción que llegan de manera regular al mercado. En efecto, el mercado de petróleo ha demostrado ser muy sensible a cualquier perturbación como consecuencia de la baja elasticidad de la demanda a corto plazo y de la rigidez de la oferta, lo que explica en gran medida que una reducción de dos millones de barriles diarios, como consecuencia de los acontecimientos del Irán, provocase una elevación de los precios del petróleo entre diciembre y mayo del 25 %.

Además, entre los 12,70 dólares barril de finales de 1978 y los 18 dólares acordados en la Conferencia de la OPEP de junio, el aumento es del 41 % e incluso resultará superior ya que los 18 dólares son un precio mínimo y habrá que calcular una subida efectiva del orden del 50 % entre los precios de 1978 y los de la segunda mitad de 1979 y del 65 % para los precios de diciembre de 1979 respecto de los vigentes doce meses antes. Esto supondrá, a corto plazo, mayores tasas de inflación, reducciones en las tasas de crecimiento real y la reaparición de fuertes desequilibrios de los pagos exteriores entre las grandes áreas de la economía mundial. En otro lugar de este Boletín se recogen las cifras que expresan el notable recrudecimiento de la inflación en los países industriales durante los primeros meses de este año; baste con señalar aquí que, en los seis meses que acabaron en el pasado mes de abril, la tasa anual de inflación de los países de la O.C.D.E. se ha situado, en promedio, en un 9,3 %. Pero esas tensiones se acentuarán con la nueva elevación de los precios del petróleo: la O.C.D.E. ha estimado que cada incremento del 10 % en dichos precios determina aproximadamente medio punto de aumento de la inflación en el área de los países miembros de la Organización. Esto genera, a su vez, un efecto automático depresivo sobre las demandas reales y las tasas de crecimiento; y, de hecho, la O.C.D.E. acaba de revisar a la baja sus previsiones de crecimiento real de los países del área, en 1979, desde el 3,5 % al 2,5 %. Una mayor presión sindical para conseguir alzas de salarios monetarios que compensen las elevaciones de precios no logrará evitar el problema de base planteado por la nueva elevación del precio de los crudos pero tenderá a acelerar los procesos de alza de los precios. Finalmente, los resultados de las nuevas decisiones de la OPEP en el terreno de los pagos internacionales producirán un déficit global en la balanza de pagos agregada por cuenta corriente de los países industriales y agravarán el ya existente en los países en vías de desarrollo, cuya cuenta corriente registrará, en 1979, un saldo negativo estimado, en estos momentos, en torno a los 45 mil millones de dólares.

En estas condiciones los países probablemente sigan sintiéndose atraídos por la repetición de lo ocurrido después de las alzas de los crudos en 1974: reducción del consumo mediante una política económica rigurosa que suavice la inflación mientras que, simultáneamente, proliferan las subvenciones y las ayudas a los sectores con dificultades para compensar los efectos de la recesión sobre la evolución del paro. Este camino llevará de nuevo hacia un mayor déficit público, una menor participación del sector privado en el desarrollo de las economías y una creciente presión en favor de medidas proteccionistas,

directas o indirectas, como únicas salvaguardias contra el paro.

Hay otra alternativa, difícil y dura a corto plazo. Consiste en aceptar la realidad de un encarecimiento continuo de los precios de la energía y proceder a una suspensión generalizada de las protecciones artificiales que llenan los sistemas económicos. Las subvenciones energéticas deben desaparecer y aceptar plenamente los nuevos precios del petróleo. Esta es la única respuesta racional a los países de la OPEP. Un petróleo más caro estimulará la utilización del carbón, así como su transformación en petróleo, planteará en toda su crudeza la necesidad o la renuncia a la energía atómica según se elija un modelo u otro de sociedad, e, incluso, constituirá un acicate para la búsqueda de nuevos yacimientos o la mejor explotación de los resultantes. Pero, sobre todo, el encarecimiento relativo de la energía provocará una remodelación de los modelos de consumo y ofrecerá una clara indicación a las empresas de cuáles serán los costes de los factores.

La aceptación de un encarecimiento continuado de la energía tendrá, sin duda, efectos a medio plazo; pero, mientras se producen, habrá que actuar con decisión para evitar las perturbaciones provocadas por una demanda y una oferta con una gran rigidez a corto plazo. Probablemente, no hay más remedio que echar mano de medidas de ahorro energético comenzando por una limitación de las importaciones de petróleo, aunque pueda tener efectos inminentes sobre el nivel de actividad y el índice de paro, y seguir a través de regulaciones sobre el consumo de gasolina en los automóviles, reducción de temperatura en las calefacciones e iniciar la sustitución de térmicas de petróleo por térmicas de carbón o centrales hidráulicas o atómicas. En definitiva, hay que impedir que, mientras se inicia el proceso de ajuste, se produzcan perturbaciones por excesos temporales de demanda que tengan respuestas desmedidas por parte de los productores, a quienes habrá que convencer de que la decisión adoptada conduce a un menor consumo de petróleo y a su sustitución por otras fuentes de energía. Sin embargo, si los países se olvidan de lo ocurrido en estos cinco últimos años y siguen trampeando con políticas económicas que no afronten la necesidad de un ajuste positivo de las economías, el resultado será un nuevo periodo de inflación semi-contenida con un elevado nivel de paro y la amenaza de lo desconocido.

La cumbre de Tokio

Los acuerdos adoptados en Tokio por los siete grandes países industrializados de economía de mer-

cado se ajustan, precisamente, a la estrategia de ahorrar la mayor cantidad posible de petróleo y desarrollar activamente otras fuentes energéticas. A corto plazo los países de la CEE han decidido restringir su consumo de petróleo, en 1979, a 500 millones de toneladas (10 millones de barriles diarios). Canadá, Japón y los Estados Unidos ajustarán sus importaciones, en 1979, a los niveles a que se comprometieron en la Agencia Internacional de la Energía, lo que supone una reducción del 5 % respecto al año anterior. En 1980 mantendrán las importaciones a un nivel que no sea superior al de 1979.

A medio plazo los siete países han diseñado una serie de objetivos. Francia, Alemania, Italia e Inglaterra no aumentarán sus importaciones anuales, entre 1980 y 1985, por encima del nivel de 1978. Canadá, cuya producción de petróleo declinará vertiginosamente hasta 1985, reducirá su consumo de petróleo a razón de un 1 % anual, con la consiguiente reducción en las importaciones, lo que supone, en 1985, unas importaciones de 600.000 barriles diarios. Japón adoptará un objetivo, en 1985, de importación de petróleo entre 6,3 y 6,9 millones de barriles diarios. El objetivo de los Estados Unidos para 1985 consistirá en una importación que no supere el nivel de 1977 o el objetivo revisado para 1979, es decir, 8,5 millones de barriles diarios.

Estos son los acuerdos formales según se desprende del comunicado firmado por los Siete, a los que habría que añadir una serie de autorrecomendaciones encaminadas a mantener los precios interiores de los productos derivados del petróleo a los mismos niveles que el mercado internacional o elevarlos rápidamente, tan pronto como sea posible. Recomendación dirigida específicamente a los Estados Unidos. Así mismo, se reconoce la necesidad de dar la máxima transparencia al mercado petrolífero mediante el establecimiento de un registro internacional de las transacciones realizadas. Se pretende limitar el carácter especulativo de las compra-ventas «spot» en momentos de penuria relativa. En otro orden de cosas, los países consumidores se comprometen a incrementar rápidamente el uso, la producción y el comercio de carbón, esforzándose en sustituir el petróleo por el carbón en los sectores industriales y eléctricos, estimular las mejoras necesarias para facilitar el transporte de carbón, mantener una actitud positiva hacia las inversiones en proyectos carboníferos y autorizar el comercio de carbón bajo acuerdos a largo plazo, así como no obstaculizar su libre importación. En el terreno de la energía atómica los Siete reconocen que sin su expansión en los próximos decenios será difícil conseguir un desarrollo económico y un alto nivel de empleo, aunque esta mayor utilización de la energía atómica debe hacerse, naturalmente, bajo aquellas

condiciones que garanticen un elevado grado de seguridad para las poblaciones.

Las respuestas a la cumbre han sido rápidas por parte de gran número de países y han proliferado las subidas de precios para los productos derivados del petróleo, medidas de ahorro, sobre todo, a base de contingentes para el uso de combustibles en calefacciones y estímulos a la sustitución del fuel por gas natural y, especialmente, por el carbón. La Agencia Internacional de la Energía ha subrayado la importancia crucial del carbón y la oportunidad de promover unas políticas nacionales que incrementen su utilización desde el nivel actual de 500 millones de toneladas equivalentes de petróleo hasta 900 millones de t.e.p. en 1990 y 1.500 m.t.e.p. en el año 2000.

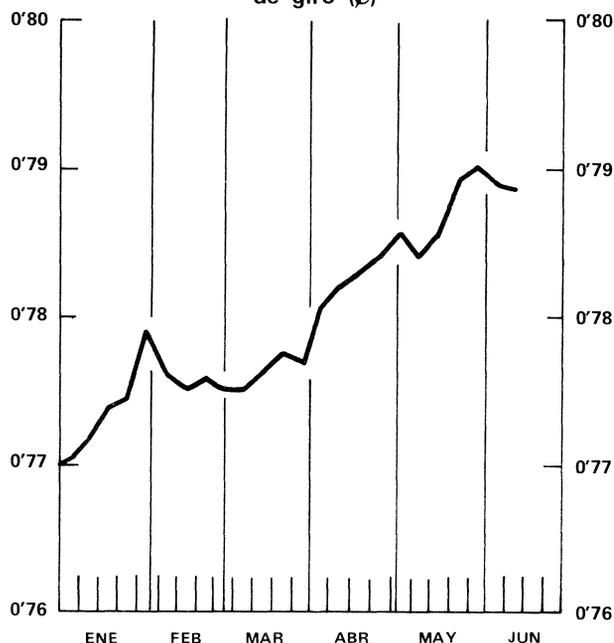
Sin embargo, los Estados Unidos están todavía debatiéndose entre una solución como la propugnada en el comunicado de Tokio, es decir, la supresión de todas las esclusas burocráticas que regulan el actual sistema de distribución y controles de precios y la libertad para que el mercado sitúe los precios donde señalen la oferta y la demanda. Pero los defensores de esta última solución y, en consecuencia, de la desaparición de las colas ante los surtidores de distribución, se encuentran con la tenaz oposición de quienes afirman que la supresión de los controles provocará una subida meteórica de los precios desatando las iras de unos ciudadanos que todavía no han comprendido que la era del petróleo barato ha terminado. Las alzas de precios en la gasolina y en los combustibles para calefacciones pueden, seriamente, comprometer las posibilidades de reelección del Presidente Carter y oscurecer la imagen del partido demócrata frente a los electores.

Evolución monetaria internacional

El dólar USA, que en las dos últimas semanas del pasado mes de mayo seguía manteniendo un comportamiento muy contenido, parece haber iniciado una nueva fase de debilidad con la llegada del mes de junio. Así, su cotización en términos de derechos especiales de giro, después de haberse apreciado un 0,5 % durante las dos semanas finales de mayo, se depreció un 0,3 % en las dos primeras de junio (1) con lo que al final del período comprendido entre el 21 de aquel mes y el 15 de éste, el valor en DEG de la divisa americana se encontraba tan sólo un 0,2 % por encima del que tenía al comienzo del mismo. El ambiente de los mercados, con excepción del dedicado

(1) Este proceso a la baja ha continuado, con mayor fuerza incluso, en los días siguientes al cierre de esta nota habiéndose situado la cotización del dólar en DEG en la tercera semana de junio un 1,3 % por debajo de su valor en la última semana de mayo.

1. Valor del dólar en derechos especiales de giro (Ø)



al oro, ha permanecido bastante tranquilo, persistiendo, por el momento, la tónica de expectativa que les ha caracterizado recientemente. La caída del dólar USA se inició coincidiendo con la publicación de una fuerte agravación en abril del déficit comercial americano (2.150 millones de dólares frente a los 821 millones de marzo) y de una caída del 3,3 % en el índice compuesto de varios indicadores económicos, la mayor conocida en un sólo mes. No obstante, el factor que más ha debido influir en la debilitación del dólar USA ha sido el estrechamiento en el diferencial de los tipos de interés entre Estados Unidos y Europa debido a la caída de los primeros y a la elevación de los segundos favorecida por la política de autoridades monetarias europeas. Otros elementos que han ejercido también cierta influencia en este sentido fueron las medidas liberalizadoras del control de cambios en Suiza y la reaparición de rumores sobre el posible abandono del dólar como moneda de fijación del precio del petróleo.

Dentro de las monedas europeas destaca la fortaleza de la *libra esterlina* que registró la mayor apreciación del período: un 0,6 % en términos de DEG. Dicha evolución se ha visto determinada en gran medida por la elevación el 12 de junio del «tipo mínimo de préstamos» del Banco de Inglaterra, del 12 % al 14 %, dentro del conjunto de medidas que componen el nuevo presupuesto de Gran Bretaña (1). Las líneas

(1) Sólo entre los días 12 y 13 la libra se apreció por encima de un 1 % frente al DEG.

generales que caracterizan a este presupuesto pueden sintetizarse en una desviación de los impuestos sobre la renta hacia los que recaen sobre el gasto en una reducción del gasto público y, en lo que al propósito de esta nota más directamente se refiere, a una liberalización del sistema de control de cambios.

También las *autoridades suizas* decidieron, a finales de mayo, en vista de la tranquilidad de los mercados de cambios y de la mayor solidez del dólar USA, derogar varias de las medidas restrictivas establecidas sobre los movimientos de capital con el exterior. Se suspende, en consecuencia, la necesidad de autorización a los residentes suizos para obtener fondos de no residentes, la obligación de que la banca man-

1. Cotización al contado de las principales monedas

(Cambios medios correspondientes a la semana del 11-15 de junio de 1979)

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto de la media de los días 14-18 de mayo 1979	Respecto de la última semana de 1978
Dólar USA	1,27	0,22	1,52
Yen japonés	279,00	-2,14	-7,71
Franco suizo	2,19	0,20	-1,86
Libra esterlina	0,62	0,60	4,39
Marco alemán	2,42	0,20	-1,35
Franco belga	38,91	-0,19	-3,05
Florin holandés	2,66	-0,46	-2,63
Franco francés	5,61	0,02	-1,85
Lira italiana	1.082,53	0,10	-0,13
Peseta	83,92	0,14	6,10

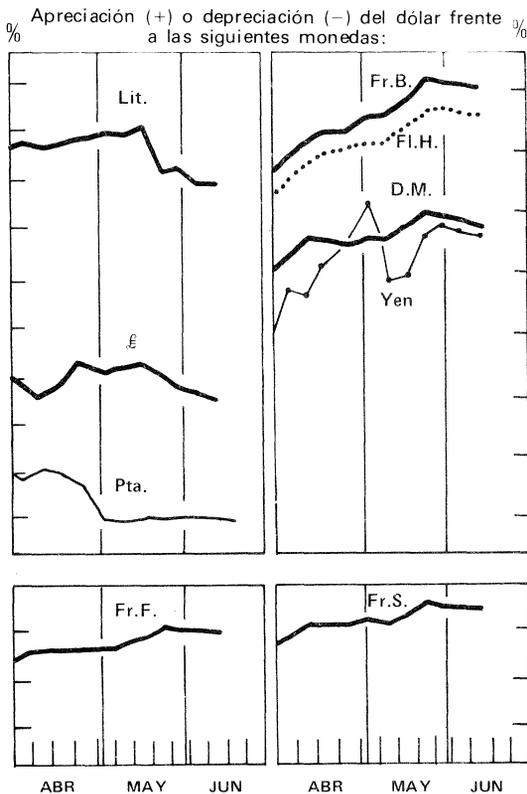
(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al DEG.

	Cotización frente al dólar U.S.A.		
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)	
		Respecto de la media de los días 14-18 de mayo de 1979	Respecto de la última semana de 1978
Yen japonés	219,58	-1,97	-11,62
Franco suizo	1,73	-0,10	-6,04
Libra esterlina (b)	2,08	1,36	2,38
Marco alemán	1,91	-0,10	-4,49
Franco belga	30,65	-0,43	-5,87
Florin holandés	2,09	-0,67	-5,50
Franco francés	4,42	-0,25	-5,20
Lira italiana	852,84	-0,22	-2,71
Peseta	66,11	-0,06	6,19

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al dólar USA.

(b) En dólares USA por unidad nacional.

2. Cotización al contado del dólar (∅)



tenga equilibradas día a día sus posiciones en cada moneda extranjera y la autorización a la Banca Nacional de Suiza para que cuando adquiriese divisas por motivos de política de cambios acreditase al vendedor el contravalor en francos suizos en una cuenta bloqueada no remunerada. Debe señalarse, sin embargo, que el Banco Nacional Suizo no había hecho nunca uso de esta última facultad.

Por otra parte, han continuado las tensiones en el seno del *Sistema Monetario Europeo* habiendo alcanzado y sobrepasado, en ocasiones, las monedas más débiles —franco belga y corona danesa— el «umbral de divergencia». Por el lado contrario se sitúan el marco alemán y la lira italiana como las más sólidas. Además de las intervenciones que los bancos centrales implicados han efectuado para sostener las cotizaciones de las monedas dentro de los márgenes establecidos, los de Bélgica y Holanda elevaron sus tipos oficiales de descuento con la misma finalidad. El primero de ellos lo hizo en dos ocasiones en un punto porcentual situándolo al final de la segunda en el 8 % mientras que el de Holanda —cuya moneda se ve también afectada de cierta debilidad, si bien en menor cuantía— subió su tipo oficial de descuento del 6,5 % al 7 %. Junto a ciertas desigualdades en los factores

básicos de los países integrantes del Sistema Monetario Europeo, los operadores han atribuido parte de las tensiones que se han producido recientemente a las intervenciones que el Bundesbank ha venido realizando para mantener estable la tasa del marco frente al dólar USA. En el caso de Bélgica, con unos fuertes desequilibrios presupuestario y de balanza de pagos, el banco central de dicho país desmintió de forma rotunda los rumores que surgieron sobre un posible abandono de su moneda del Sistema Monetario.

También el Banco de Francia utilizó los tipos de interés como forma de sostener la cotización de su moneda, la cual terminó respecto del DEG prácticamente al mismo nivel del comienzo del periodo después de haber registrado, durante la primera semana del mismo, cierta debilidad. En este sentido cabe decir que tras la actuación del Banco de Francia en el mercado monetario parece haberse invertido el ritmo de los movimientos de capital, registrándose entradas netas de divisa por este concepto.

Este recurso generalizado de las autoridades monetarias europeas a la elevación de los *tipos de interés* internos viene derivado no sólo de motivaciones de carácter cambiario sino de un firme propósito de frenar la aceleración de las presiones inflacionistas que se vienen desarrollando en los últimos meses. A las medidas antes citadas hay que añadir la elevación por el Bundesbank del tipo «lombard» del 5 al 5,5 %, no habiendo incrementado también el tipo oficial de descuento posiblemente por un deseo de no perjudicar a las monedas menos fuertes del Sistema Monetario Europeo. Como ya se ha indicado antes, en contraste con el mayor coste del dinero en Europa, se ha asistido en las últimas semanas a una debilitación en los tipos de interés a corto plazo del dólar y del eurodólar que ha favorecido la salida de fondos de estas monedas hacia otros más remuneradores.

El oro también ha sido objeto de una fuerte demanda como consecuencia de las tensiones cada vez más generalizadas hacia una aceleración de la inflación y de una cierta actitud de cautela por el lado de la oferta. El precio del metal, medido por el «fixing» de las 15,30 horas del mercado de Londres se elevó de 256,4 a 282,35 dólares la onza entre el 18 de mayo y el 11 de junio para disminuir con altibajos —debido en parte a la realización de beneficios— en los cuatro días siguientes, al final de los cuales su cotización fue de 280 dólares la onza.

La evolución monetaria

Tras la aceleración del primer trimestre los datos correspondientes a los meses de abril y mayo evidencian un importante ajuste a la baja en el ritmo de crecimiento de las magnitudes monetarias. Las elevaciones de los tipos de interés interbancarios, que fueron importantes durante el mes de abril y primera mitad de mayo, se vieron corregidas en la segunda parte de este último mes, consolidándose la tendencia a la baja a lo largo del mes de junio.

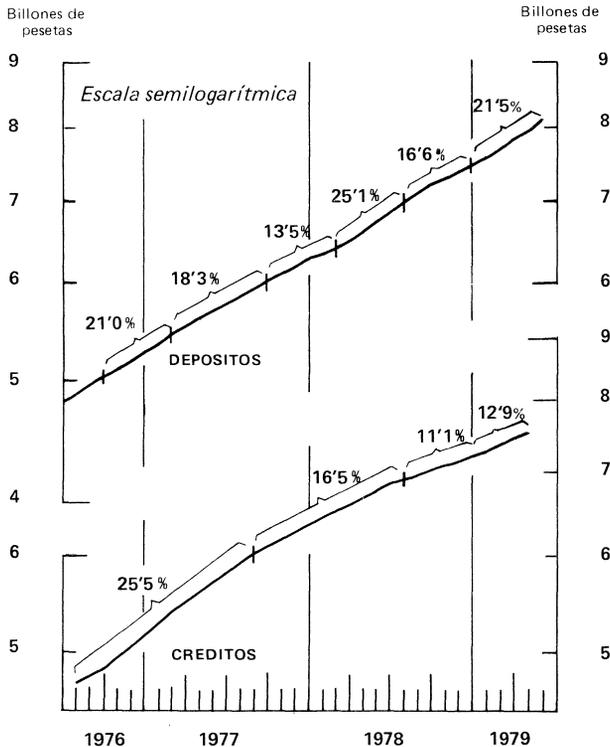
Los agregados monetarios

El ritmo de crecimiento de M_3 a lo largo de los cinco primeros meses del año se elevó (gráfico 1) al 21,1 %, si bien se distinguen nitidamente dos subperiodos, el primero de los cuales comprende el primer trimestre, con un crecimiento del orden del 24 %, y el segundo los meses de abril y mayo, en que el crecimiento se situó en el 16,8 %, quedando a su vez la tasa intermensual de mayo en el 14,2 %. Este perfil tan dispar obedece en parte al comportamiento del efectivo en manos del público, que se ha visto sometido a importantes alteraciones en sus ritmos de crecimiento a corto plazo (cuadro 2). En efecto, es probable que una serie de razones fiscales y las alteraciones en los hábitos del público en cuanto a la utilización de los medios de pago por la generalización del abono de nóminas mediante transferencia bancaria y la aparición del billete de 5.000 Pts., estén dificultando la correcta captación de los movimientos estacionales y su consiguiente corrección. A ello se añaden las desviaciones experimentadas durante la primera parte del año como consecuencia, probablemente, de los efectos de la huelga bancaria y las elecciones ya mencionados

1. Agregados monetarios (∅,*)

	M_3		M_2	
	Saldo		Saldo	
1978				
DIC	8.375		5.335	
1979				
ENE	8.516		5.411	
FEB	8.687		5.520	
MAR	8.840		5.600	
ABR	8.971		5.653	
MAY	9.071			
	T_1^1	T_1^2	T_1^1	T_1^2
1978				
DIC	15,5	18,0	11,0	13,8
1979				
ENE	22,3	21,5	18,6	18,8
FEB	26,9	24,1	27,1	21,4
MAR	23,2	23,1	18,8	19,9
ABR	19,5	18,8	12,2	
MAY	14,2			

1. Agregados monetarios (Ø,*)



en anteriores Boletines. En el conjunto de los cinco primeros meses del año el ritmo de crecimiento del efectivo fue del 18,2 %, lo que confirmaría la tendencia a su desaceleración apuntada en la segunda mitad del año precedente. De cualquier modo las alteraciones que se vienen registrando en el comportamiento de esta magnitud requerirán un estudio pormenorizado y de mayor perspectiva.

La observación del comportamiento de los depósitos del sistema bancario cobra especial interés en cuanto que permite apreciar la evolución del principal componente de M_3 eliminando la erraticidad introducida por el comportamiento del efectivo en manos del

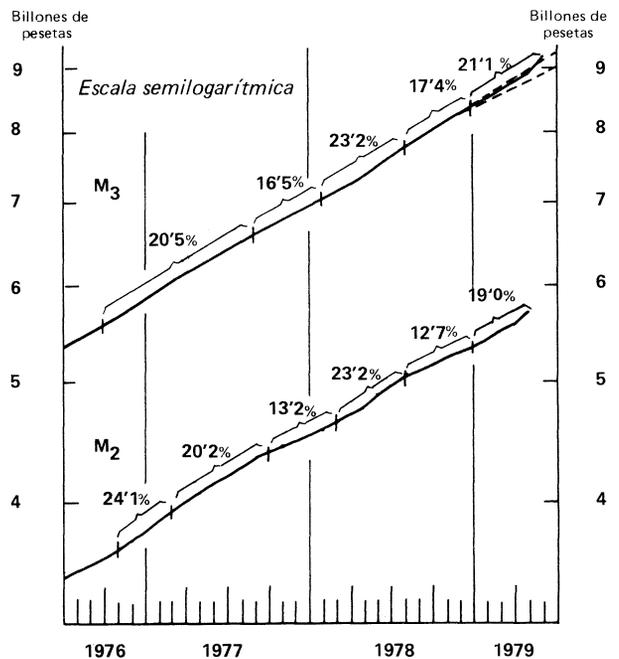
2. Componentes de M_3 (Ø,*)

	Efectivos en manos del público			Depósitos del sistema bancario		
	Saldo	T_1^1	T_1^2	Saldo	T_1^1	T_1^2
1978						
DIC	882	14,0	19,4	7.473	15,6	17,9
1979						
ENE	897	22,0	25,9	7.599	22,4	21,0
FEB	924	42,7	27,3	7.742	25,0	23,7
MAR	937	18,5	25,3	7.880	23,7	22,9
ABR	949	16,8	9,9	8.001	20,1	20,1
MAY	946	-4,1		8.105	16,6	

público. El ritmo de crecimiento de los depósitos en los cinco primeros meses del año se situó en el 21,5 % (gráfico 2), a un nivel sensiblemente igual al de M_3 . El perfil descrito a lo largo de estos cinco meses es además muy similar al de M_3 , si bien los cambios de tendencia son algo menos intensos. Se aprecia una aceleración a lo largo del primer trimestre, durante el cual el ritmo de crecimiento alcanzó el 23,7 %, y una moderación en los dos últimos meses, con un ritmo de crecimiento del 18,3 %. Puede observarse que la tasa intermensual de mayo experimentó una notable reducción en relación a la registrada en abril, lo que, de intensificarse esta última tendencia, podría conducir a un crecimiento muy débil de las magnitudes monetarias. Sin embargo, el detalle diario de la evolución de mayo y la información fragmentaria disponible de junio obligan a descartar esta hipótesis, situando más bien el período de ajuste a la baja, tras el rápido crecimiento del primer trimestre, entre mediados de abril y mediados de mayo, apreciándose posteriormente una tendencia a la recuperación.

En la evolución de los depósitos por instituciones se aprecia, como es tradicional, la mayor incidencia de la banca en las fluctuaciones de los depósitos del sistema, manteniendo los depósitos de las cajas una evolución más regular. En el comportamiento de las diversas clases de depósitos, observadas con un mes de retraso con respecto a las cifras de medias de datos diarios, apenas se aprecian alteraciones significa-

2. Sistema bancario (Ø,*)



tivas, continuando el desplazamiento hacia los depósitos a plazo en detrimento fundamentalmente de los de ahorro.

El sistema bancario

La acción expansiva de los factores autónomos fue, durante el mes de mayo, mucho más moderada que en el mes precedente, debido fundamentalmente a la diferente evolución del sector público. El desigual comportamiento de éste en ambos meses debe ser atribuido, en gran medida, a motivos estacionales, influidos además por las modificaciones legales en el calendario de liquidaciones al Tesoro que han desplazado algunos ingresos (retenciones por rentas de trabajo) de la tercera decena de abril a la primera de mayo. El sector exterior por su parte continua manifestando una tendencia expansiva a pesar de la modificación del tipo de cambio (alguna de las medidas

adoptadas en el mes de abril, como la del depósito obligatorio por importe del 25 % de los créditos y préstamos en moneda extranjera, solo tendrán efecto con cierto retraso). Como consecuencia de todo ello, los drenajes de liquidez por parte de la autoridad monetaria fueron durante el mes de abril muy importantes (cuadro 6), lo que debió de traducirse en un bajo crecimiento de los activos netos del sistema bancario. Esas fechas coincidieron además con la desaceleración por la banca del ritmo de expansión de su activo, con lo que el crecimiento del crédito durante el mes de abril se vio muy contenido. La tasa de crecimiento del crédito concedido por la banca (cuadro 5) resultó incluso negativa, si bien hay que tener en cuenta que el sistema de valoración contable de los créditos en moneda extranjera mediante el que se realiza la transformación a pesetas en base al tipo de cambio comprador del último día del mes supuso en esta tasa una desviación a la baja de unos tres puntos. Por otro lado, el que para la obtención de esta serie solo se disponga de datos del último día de mes hace que las variaciones intermensuales puedan estar sometidas a sesgos importantes. Concretamente, el último día de abril se encuentra, según la hipótesis antes formulada, dentro del período crítico del ajuste emprendido entre mediados de abril y mediados de mayo, por lo que la última cifra de crédito disponible no puede considerarse como manifestación de las tendencias más recientes. Los avances disponibles de las cifras de crédito del mes de mayo, y la presumible mejora del crecimiento de los activos netos durante dicho mes, avalan de hecho esta última afirmación. Si debe

3. Depósitos del sistema bancario (Ø,*)

	Depósitos en la banca			Depósitos en las cajas		
	Saldo	T ₁ ³	T ₁ ³	Saldo	T ₁ ³	T ₁ ³
1978						
DIC	4.825	13,8	17,1	2.647	18,9	19,4
1979						
ENE	4.902	20,9	21,6	2.697	25,2	19,9
FEB	5.012	30,3	26,3	2.730	15,8	19,1
MAR	5.115	27,8	26,1	2.766	16,5	17,2
ABR	5.195	20,6	21,0	2.806	19,2	18,3
MAY	5.257	15,3		2.848	19,1	

4. Depósitos del sistema crediticio (*)

Datos a fin de mes

	Depósitos totales	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³
1978				
DIC	7.715	2.175	2.473	3.068
1979				
ENE	7.849	2.230	2.477	3.142
FEB	8.033	2.327	2.514	3.192
MAR	8.106	2.275	2.545	3.287
ABR	8.259	2.340	2.568	3.351
	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³
1978				
DIC	18,3	11,5	14,0	27,0
1979				
ENE	24,1	29,8	16,7	26,0
FEB	21,8	19,4	12,3	31,8
MAR	22,6	21,2	15,6	29,3
ABR	25,0	40,0	11,6	26,1

En el último mes se incluye, en cursiva, la T₁³ en la columna T₁³.

5. Crédito al sector privado (*)

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de ahorro	Crédito Oficial
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
1978				
DIC	7.253	5.202	1.452	594
1979				
ENE	7.311	5.231	1.470	607
FEB	7.442	5.340	1.484	614
MAR	7.523	5.384	1.510	625
ABR	7.552	5.381	1.530	637
	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³	T ₁ ³
1978				
DIC	11,6	9,3	17,0	19,0
1979				
ENE	15,6	15,7	13,6	19,0
FEB	15,8	14,7	16,9	22,5
MAR	13,7	11,9	17,4	21,3
ABR	4,6	-0,6	16,8	23,9

En el último mes se incluye, en cursiva, la T₁³ en la columna T₁³.

6. Banco de España: creación de activos líquidos (Ø)

	Variaciones absolutas		
	Marzo	Abril	Mayo (p)
Activos líquidos	6,5	8,2	0,3
Computables	4,2	8,3	1,7
No computables	2,3	- 0,1	- 1,4
CONTRAPARTIDAS:			
Efectivo (aumento: -)	-18,2	-16,7	10,3
Otros factores autónomos	52,1	117,6	2,1
Sector exterior	16,9	30,6	28,6
Sector público	60,0	89,8	-42,3
Otros	-24,8	- 2,8	15,8
Autoridad monetaria	-27,4	-92,7	-12,1
Créditos al sistema bancario	1,2	-10,3	46,2
Bonos del Tesoro	6,0	-18,2	24,1
Depósitos remunerados	-34,6	-64,2	-82,4

concederse significación a tasas de períodos más amplios y en este sentido el ritmo de crecimiento del crédito en los cuatro primeros meses del año se sitúa en el 12,9 %, esto es, entre punto y medio y dos puntos por encima del ritmo de los últimos meses de 1978, aunque a un nivel evidentemente bajo. La corrección de los problemas de valoración del tipo de cambio situarían el ritmo de crecimiento del crédito en torno al 14 %. La observación de las concesiones de crédito por instituciones permite apreciar el mantenimiento de un ritmo sostenido por encima del avance del agregado en el crédito oficial y unas notables fluctuaciones intermensuales en la banca, mientras las cajas muestran una evolución estable.

La intervención monetaria

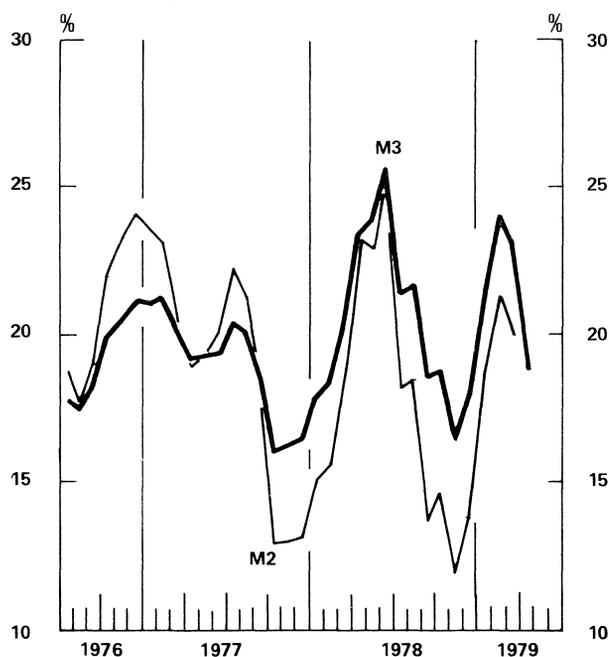
Las acciones de drenaje de liquidez emprendidas en abril por parte de la autoridad monetaria otorgaron un margen de maniobra que permitió en mayo la elevación de los saldos de los créditos de regulación monetaria. En abril se produjeron, en efecto, reducciones de los límites de redescuento y la elevación de un punto, con efecto el día 2 de mayo, en el depósito obligatorio remunerado. Estas medidas, junto al comportamiento más moderado del sector público en mayo, posibilitaron durante este mes la reducción de las carteras de bonos del Tesoro de las instituciones bancarias y el incremento de los créditos de regulación (cuadro 6). En este último aspecto hay que señalar que la existencia de saldos adecuados permitió desarrollar durante la segunda parte del mes una política de estabilización de tipos de los créditos de regulación que colaboró a la distensión del mercado interbancario.

Nuevamente en junio se observa la reducción de los saldos de los créditos de regulación y las dificultades de intervención para el control monetario. Sin embargo el comportamiento estacional del efectivo que se inicia durante las últimas fechas del mes y que abarca los meses de julio y buena parte de agosto corregirá las actuales dificultades.

Situación de liquidez y mercados monetarios

El nivel de excedentes de mayo se situó muy por debajo del de meses anteriores, si bien la observación del detalle decenal de los excedentes de abril permite comprobar que, con excepción del nivel de excedentes de la segunda decena, el de las restantes ya apun-

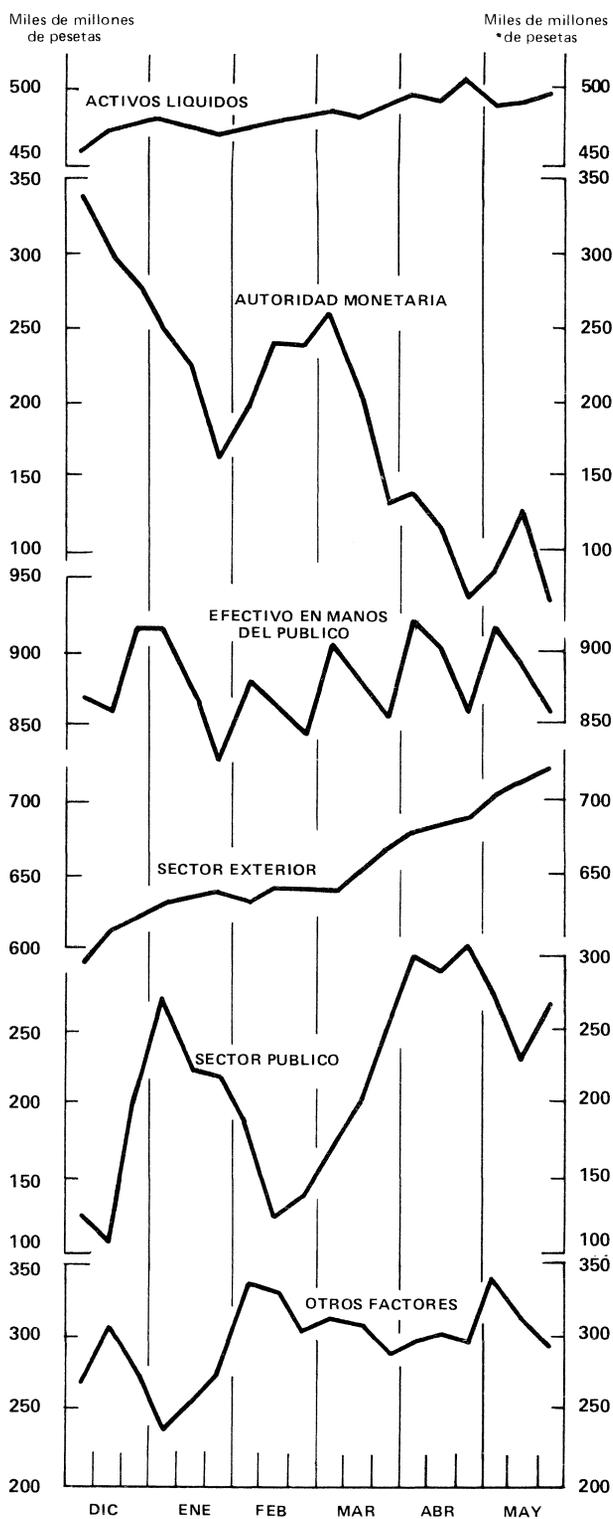
3. Agregados monetarios: T_1^3 (Ø,*)



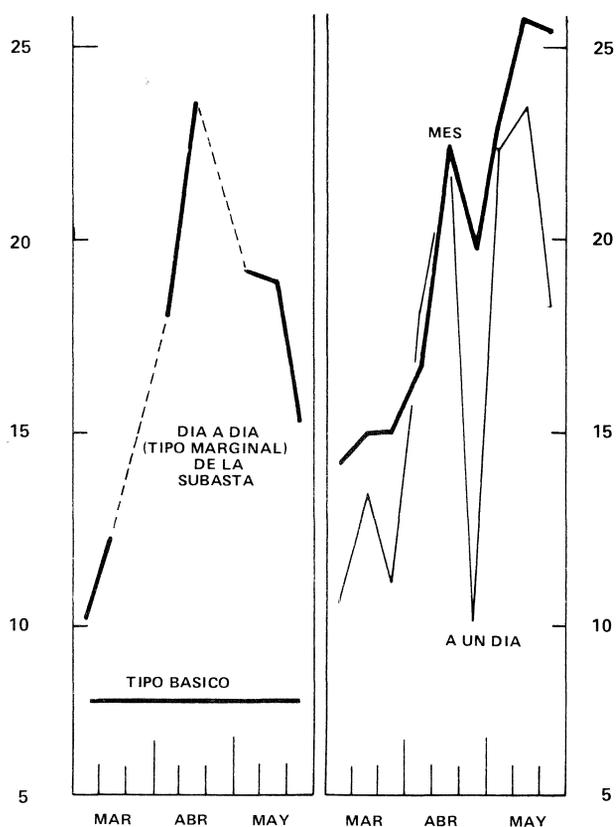
7. Excedente de caja legal (Ø)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
1978			
DIC	0,11	0,09	0,14
1979			
ENE	0,09	0,09	0,11
FEB	0,10	0,11	0,08
MAR	0,09	0,09	0,08
1.ª dec.	0,09	0,09	0,08
2.ª dec.	0,11	0,13	0,08
3.ª dec.	0,07	0,06	0,09
ABR	0,11	0,10	0,12
1.ª dec.	0,08	0,08	0,08
2.ª dec.	0,15	0,15	0,16
3.ª dec.	0,09	0,08	0,12
MAY	0,07	0,07	0,08
1.ª dec.	0,05	0,06	0,04
2.ª dec.	0,09	0,09	0,08
3.ª dec.	0,07	0,06	0,10

4. Activos líquidos (₡)



5. Tipos de interés (₡)



taba hacia la evolución registrada en mayo. En esa segunda decena, como ya se señaló en la nota anterior, al concurrir un reducido número de días hábiles y los movimientos de efectivo en torno a la Semana Santa, se produjo una elevación transitoria de la demanda de excedentes que fue parcialmente compensada con desviaciones en la oferta de activos líquidos del Banco de España. El descenso del nivel de excedentes de abril (con la excepción señalada) y mayo responde a las limitaciones a la expansión impuesta por la aceleración de los primeros meses del año. Como puede apreciarse, el punto más bajo del nivel de excedentes se situó en la primera decena de mayo, iniciándose a partir de este momento una ligera recuperación, que se confirma en los datos disponibles de la primera decena de junio y que responde al ajuste del ritmo de crecimiento realizado por el sistema.

Los tipos de interés experimentaron en el mes de abril y en la primera parte de mayo importantes elevaciones, que tuvieron su techo en los días centrales de este último mes (cuadro 8), para iniciar posteriormente un rápido descenso. Los volúmenes negocia-

dos en este mercado experimentaron una apreciable reducción, que condujo a una disminución de los saldos vivos durante las dos primeras decenas de mayo, coincidiendo con los momentos de máxima elevación de los tipos de interés. Así el saldo vivo medio del mes de mayo descendió a 116 m.m. desde los 140 m.m. registrados en abril. Fundamentalmente la reducción del volumen de saldos vivos se localizó en las operaciones a plazo, apreciándose una muy rápida recuperación del volumen de operaciones durante los últimos diez días del mes.

8. Tipos de mercado monetario (Ø)

	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
1978					
DIC	16,8	17,9	22,8	12,5	15,3
1979					
ENE	11,6	12,7	17,1	11,1	12,0
FEB	9,1	11,2	14,0	8,6	9,6
MAR	11,5	12,6	14,7	11,5	12,2
1. ^a dec.	10,6	12,1	14,2	10,2	10,6
2. ^a dec.	13,4	13,9	15,0	12,3	13,4
3. ^a dec.	11,0	12,2	15,0	...	...
ABR	16,4	15,9	19,5	19,2	20,7
1. ^a dec.	18,3	13,9	16,7	18,0	19,0
2. ^a dec.	22,2	20,9	22,4	23,5	26,5
3. ^a dec.	10,1	12,9	19,8	...	...
MAY	20,9	21,7	24,6	17,5	20,8
1. ^a dec.	22,2	22,1	22,8	19,3	22,3
2. ^a dec.	23,4	23,9	25,7	19,0	23,6
3. ^a dec.	18,2	20,1	25,3	15,2	18,1
JUN					
1. ^a dec.	14,2	16,4	20,3	12,3	14,7

28-VI-79

Actividad, empleo, precios

La evolución reciente de la coyuntura económica española presenta dos aspectos destacables. Mientras que, por una parte, el nivel de actividad se ha situado durante los cinco primeros meses del año en cotas superiores a las de igual período de 1978, los indicadores que miden las previsiones para el resto del año presentan, por el contrario, un cariz negativo. El fenómeno no es exclusivo de España, pero no por ello resulta menos preocupante la importante revisión a la baja de las expectativas que parece haber tenido lugar, sobre todo, en los meses de abril y mayo. El mes de abril registró un descenso en numerosos indicadores de actividad y de demanda, mientras que en mayo se ha generalizado el proceso de recuperación, con lo que el bache de la actividad durante abril parece estar relacionado con la presencia en dicho mes de la Semana Santa. En líneas generales, en los últimos meses el consumo ha continuado siendo el principal factor expansivo dentro de la demanda interior, juntamente con la construcción ligada a la inversión del sector público. Las exportaciones han mantenido un ritmo positivo de expansión, pero las importaciones, sobre todo las de consumo, han iniciado un claro proceso de recuperación. En los meses de abril y mayo los precios de consumo han acelerado moderadamente su crecimiento, a causa del nuevo empuje alcista que han experimentado los artículos no alimenticios. El paro registrado ha vuelto a aumentar en el

1. Encuesta de opiniones empresariales Industria, excluida construcción Saldos (*)

	Cartera de pedidos			Previsiones de producción próximos 3 meses		
	Total industria	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Total industria	Bienes de consumo	Bienes de inversión
1977						
III TR 0	-40	-36	-46	-1	6	-9
IV TR 0	-46	-43	-52	-23	-9	-22
1978						
I TR 0	-52	-50	-56	-7	-3	-22
II TR 0	-49	-45	-58	-7	0	-16
III TR 0	-41	-36	-57	4	13	-11
IV TR 0	-35	-30	-53	1	5	-16
1979						
I TR 0	-34	-28	-53	5	6	-2
1978						
OCT	-34	-30	-50	2	8	-15
NOV	-36	-26	-52	-2	2	-17
DIC	-35	-34	-58	4	5	-16
1979						
ENE	-34	-31	-55	10	13	3
FEB	-33	-30	-46	5	2	-1
MAR	-34	-24	-59	1	4	-9
ABR	-38	-34	-60	0	4	-6
MAY	-35	-31	-52	-7	-5	-19

Los saldos representan las diferencias entre porcentajes de respuestas de signo contrario.

Fuente: Ministerio de Industria.

mes de mayo, aunque a un ritmo inferior al correspondiente a los meses de marzo y abril.

Demanda y producción

Los resultados de mayo de la encuesta de opiniones empresariales del Ministerio de Industria ofrecen tres tipos de resultados en sus variables. En primer lugar aparecen las variables que miden la opinión que tienen los empresarios sobre las magnitudes directamente observables: cartera de pedidos, nivel de existencias y variación registrada por la producción. En estos tres casos, al empeoramiento registrado en el mes de abril han sucedido mejoras netas en mayo, destacando sobre todo la mejora experimentada por la producción industrial. En segundo lugar aparecen las previsiones de producción para los próximos tres meses, que es la variable que mide cómo preven los empresarios que va a evolucionar una magnitud sobre la cual pueden tener una influencia directa. En este caso, los resultados de mayo hacen aparecer un empeoramiento neto respecto de los meses anteriores del año, pasando a predominar de este modo las opiniones negativas sobre las positivas. El hecho de que las previsiones que se realicen en mayo se refieran básicamente a la producción de los meses de verano hace que en el resultado de mayo pueda haber influido de forma importante el componente estacional, que no habría sido así eliminado de forma definitiva por el método de ajuste correspondiente. Un tercer grupo de variables estaría formado por la opinión que los empresarios tienen sobre la evolución futura de magnitudes sobre las cuales tienen pocas o ningunas posibilidades de control. Dentro de este grupo la información más importante es la correspondiente a la tendencia prevista para la cartera de pedidos en los tres próximos meses, que ha retrocedido de forma muy acusada en mayo, con lo que se ha acentuado aún más el retroceso que esta variable ha experimentado desde el mes de marzo.

Como puede apreciarse, en la encuesta de opiniones aparece un contraste, por una parte, entre la evolución observada en la realidad, que sin ser claramente positiva ha superado al nivel del primer semestre de 1978 y se ha mantenido en cotas similares a las de los últimos meses de 1978, y por otra, en las previsiones de los empresarios, que aparecen como muy negativas. En la medida en que estas últimas variables son indicadores adelantados respecto de la evolución futura de las variables previstas, el aspecto más pesimista de los resultados de las encuestas radica en los posibles descensos que en la segunda parte de 1979 pueden registrar tanto la demanda como la actividad industrial; aunque también es cierto que las va-

2. Demanda y actividad interior: T³ (*) (a)

	Matriculación de automóviles	Consumo aparente de acero	Consumo aparente de cemento	Consumo de energía eléctrica
1977				
III TR 0	28,4	-15,9	-25,6	-3,3
IV TR 0	9,5	-21,2	1,6	7,9
1978				
I TR 0	24,2	-42,1	5,0	10,3
II TR 0	32,0	-77,5	-10,6	8,9
III TR 0	35,8	149,1	-7,4	0,3
IV TR 0	-2,7	193,8	10,4	4,9
1979				
I TR 0	-4,8	-18,0	-1,9	18,8
1978				
OCT	35,8	194,5	1,9	4,1
NOV	39,9	248,2	12,8	7,4
DIC	-2,7	193,8	10,4	4,9
1979				
ENE	-0,4	84,3	8,6	7,9
FEB	-20,9	-14,0	-14,9	7,9
MAR	-4,8	-18,0	-1,9	18,8
ABR	-50,6	...	...	13,0
MAY	-4,4	...	...	17,2

Fuente: INE, UNESA y UNESID.

(a) Las T₃ no están centradas.

riables que miden las previsiones suelen presentar un porcentaje no despreciable de respuestas correspondientes a «falsas señales», por lo que las malas expectativas de los meses de abril y mayo pueden corresponder a movimientos de carácter irregular que no tengan su origen en descensos efectivos de la demanda.

El consumo de energía eléctrica, que ha tenido en el pasado un perfil coyuntural similar al del índice de producción industrial, ha mantenido en los cinco primeros meses del año una elevada tasa de crecimiento. Así, mientras que en los cinco últimos meses de 1978 el aumento de dicho consumo fue del 4,7 %, expresado en términos de tasa anual, entre los meses de enero y mayo de 1979 el crecimiento sobre los cinco meses anteriores fue del 12,7 %. En todo el año 1978 el aumento del consumo de energía eléctrica sobre 1977 fue del 5,6 %, y en los cinco primeros meses de 1979 dicho aumento ha sido del 7,4 %. El perfil mensual de dicho consumo ha mostrado un retroceso en abril y un importante aumento en mayo, variación que ha coincidido con la descrita por otros indicadores y también con los resultados de la encuesta de opiniones relativa a la construcción. Así, han mejorado en dicho mes los índices correspondientes a matriculación de automóviles y camiones y también se han acelerado las importaciones de bienes de consumo. El indicador correspondiente a consumo aparente de acero solo está disponible con cierto retraso, y los últimos resultados, que son los correspondientes a marzo, hacen aparecer un retroceso de dicho consumo en el primer trimestre de 1979 sobre los tres meses anteriores, aunque en los tres primeros meses

de 1979 se haya producido un aumento de dicha variable en un 7,6 % sobre el mismo período de 1978, según los datos del INE.

En cuanto a la construcción, los resultados de las encuestas de opiniones del Ministerio de Industria indican que en el mes de mayo mejoró el nivel de actividad respecto de abril, y que dicha mejoría se ha concentrado, sobre todo, en los subsectores de vivienda e ingeniería civil. La mejoría en este último subsector debe obedecer al aumento experimentado en la inversión pública en construcción, puesto que los mayores niveles de licitación oficial registrados desde el comienzo del año pueden estar dando lugar a mayores volúmenes de obra construida con dos o tres meses de desfase. El bajo nivel alcanzado por el consumo aparente de cemento en los primeros meses de 1979 parece corresponderse con los puntos más bajos de las encuestas durante este mismo período de tiempo y es de esperar que dicho indicador presente un perfil más expansivo en el transcurso del segundo trimestre de 1979. En el período enero-mayo de 1979 el valor de la obra pública licitada aumentó en un 30,3 % sobre igual período de 1978, lo que supone un crecimiento real de la misma próximo al 10 %, a la vista del aumento correspondiente al índice del coste de la construcción elaborado también por SEOPAN. La evolución de la contratación residencial privada aparece como mucho más negativa, y no muestra síntomas de recuperación la construcción de viviendas de protección oficial.

3. Encuesta de opiniones empresariales Construcción Saldos (*)

	Ritmo de actividad					Previsión ritmo de actividad	Contratación total
	Total	Construcciones Industriales	Vivienda	Ingeniería Civil	Servicios		
1978							
I	-18	-34	-12	18	-16	-18	-33
II	13	11	2	26	9	17	-44
III	-11	-13	3	-26	-6	-14	-35
IV	2	-7	-2	9	6	-33	-36
1979							
I	-23	-35	-13	-24	-23	-6	-33
OCT	-1	-3	-21	24	-2	-35	-38
NOV	-7	-16	-13	-3	0	-32	-32
DIC	14	-2	29	7	21	-31	-38
1979							
ENE	-29	-51	-14	-20	-51	-31	-39
FEB	-36	-43	-16	-54	-22	17	-41
MAR	-3	-12	-8	2	4	3	-19
ABR	-8	-24	-7	2	-10	-7	-66
MAY	-3	-51	10	11	-2	-7	-42

Fuente: Ministerio de Industria.

Empleo y paro

El paro registrado correspondiente al mes de mayo ascendió a 1.011.000 personas, según la serie desestacionalizada, 26.000 más que en el mes de abril. El sector agrícola registró de nuevo una tasa de crecimiento elevada (10 % sobre abril, sin elevar a tasa anual, serie desestacionalizada). En los sectores no agrícolas la industria registró el mayor crecimiento, un 2,2 % intermensual, seguida de la construcción con un 1,4 %. En el sector de servicios la correspondiente serie desestacionalizada permaneció estancada, lo que se corresponde con un ligero retroceso del número de parados del sector en la serie original.

En conjunto, el aumento del total de parados registrado en el mes de mayo fue del 2,6 %, que resulta ser un porcentaje inferior al de los dos meses precedentes, que fueron del 3,8 % para marzo y del 5,0 % en abril. El moderado aumento del 2,2 % que experimentó el paro registrado no agrícola en el mes de mayo y la evidente desaceleración registrada en el paro correspondiente al sector de la construcción, resulta coherente con la evolución registrada en mayo por el resto de los indicadores correspondientes al sector real de la economía.

4. Empleo y paro (*)

	Encuesta de población activa			Paro registrado	Beneficiarios Seguro de Desempleo
	Ocupados en sentido estricto	Parados	Porcentaje de parados sobre activos (a)		
	Miles de personas	Miles de personas	%	Miles de personas	Miles de personas
1977					
III TR 0	12.246	776	5,9	571	287
IV TR 0	12.234	806	6,1	635	321
1978					
I TR 0	12.138	916	6,9	712	362
II TR 0	12.021	985	7,5	791	415
III TR 0	12.029	1.014	7,7	867	435
IV TR 0	11.971	1.050	8,0	910	476
1979					
I TR 0	11.852	1.122	8,5	912	...
1978					
OCT	...	...	...	911	464
NOV	...	...	...	912	476
DIC	...	...	...	905	487
1979					
ENE	...	...	...	892	502
FEB	...	...	...	905	511
MAR	...	...	...	939	...
ABR	...	...	...	985	...
MAY	...	...	...	1.011	...

Fuente: INE y Ministerio de Trabajo.

(a) Se ha obtenido con la serie desestacionalizada.

Precios

El índice general de precios al consumo creció en los primeros cinco meses del año un 6,4 %, frente a un 7,2 % en el mismo período de 1978. El componente no alimenticio mostró, como en el año anterior, un comportamiento más dinámico, con un crecimiento entre diciembre y mayo del 8,2 % frente a un 3,6 % de aumento de los precios de los alimentos en igual período.

En el perfil mensual del índice general se observa una clara aceleración en los meses de Enero y Febrero imputable al fuerte crecimiento del componente no alimenticio en dichos meses. En Marzo y Abril el proceso perdió fuerza pero en el mes de Mayo una nueva aceleración importante del precio de los bienes no alimenticios situó de nuevo la tasa intermensual del índice general por encima del 14 % anual.

Por grupos de productos el componente de «otros gastos» fue el que registró el mayor crecimiento total en los cinco primeros meses seguido del grupo de «servicios médicos y farmacia». En general puede decirse que las tensiones en los precios no alimenticios se extendieron de forma generalizada a la mayor parte de los bienes que componen el índice, aunque en algunos productos, como el calzado, fueron más destacadas. En el mes de Mayo, último dato disponible, el grupo de «transportes y comunicaciones» registró la tasa de crecimiento más elevada seguido de «vestido y calzado» y «servicios médicos y farmacia». Los hoteles y restaurantes, los automóviles, la asistencia médica privada y el calzado fueron los bienes con aumentos de precios más importantes.

5. Índice de precios de consumo (*)

(Base 100 = 1976)

	General		Alimenticios		No alimenticios	
	T ₁ ³	Aumento acumulado en el año	T ₁ ³	Aumento acumulado en el año	T ₁ ³	Aumento acumulado en el año
1978						
JUL	20,1	10,6	30,5	11,4	14,0	10,0
AGO	16,5	12,5	17,5	15,3	15,3	10,6
SEP	13,2	13,4	10,4	15,1	14,8	12,3
OCT	10,7	14,2	-0,2	14,5	15,8	14,0
NOV	12,9	14,7	8,0	13,0	17,3	15,8
DIC	15,5	16,4	7,2	14,7	22,4	17,7
1979						
ENE	18,8	1,8	8,9	1,0	25,6	2,2
FEB	16,8	2,6	8,8	0,8	20,7	3,7
MAR	14,1	3,7	12,1	1,6	15,3	4,8
ABR	13,1	5,2	11,9	2,7	17,6	6,7
MAY	...	6,3	...	3,5	...	8,2

Fuente: INE.

6. Índice de precios de consumo

Series originales

	Medias anuales		12 meses que acaban en abril	6 meses que acaban en abril (a)	Tasas mensuales			
	1977	1978		(a)	ENE	FEB	MAR	ABR
España	24,5	19,7	15,5	15,0	1,7	0,8	1,0	1,5
			(15,5) (b)	(16,8) (b)				
OCDE-Europa	11,0	9,3	9,2	10,3	1,1	0,8	0,9	1,0
Total OCDE	8,7	7,9	8,8	9,3	0,9	0,8	0,9	1,1
CEE	9,6	6,8	7,7	9,5	1,0	0,8	0,8	0,9

(a) Elevado a tasa anual.

(b) Las cifras entre paréntesis corresponden al mes de mayo.

Aunque el negativo comportamiento de los precios en el mes de Mayo obliga definitivamente a revisar al alza la cifra esperada para el conjunto del año, sin embargo, desde el punto de vista de la comparación internacional, la diferencia entre la tasa de inflación española y la tasa media de los países de la O.C.D.E. mejoró en los primeros meses de 1979 debido al aumento en el ritmo de crecimiento de esta última. En el mes de abril, último dato disponible, el aumento de los precios de consumo en los países de la O.C.D.E. fue del 1,1 %, la tasa más importante registrada desde abril de 1977. El crecimiento total de los seis meses comprendidos entre Noviembre de 1978 y abril de 1979 se situó en el 9,3 % anual. Para ese mismo período el índice general de precios al consumo en España creció un 15,0 %. Téngase en cuenta como referencia que, para el promedio de 1978, la tasa de inflación de los países de la O.C.D.E. fue del 7,9 % frente al 19,7 % de España.

29-VI-79

Sector exterior

En el momento de redactarse este artículo se dispone de la información referente a la evolución del sector exterior en el primer cuatrimestre del año 1979. Según los datos de la Dirección General de Aduanas las importaciones de mercancías ascendieron en el mes de abril a 125,7 m.m., lo que supone un crecimiento del 14,0 % con respecto al mismo mes del año anterior. Las tasas acumuladas del período enero-abril pueden verse en el cuadro adjunto, siendo las importaciones energéticas el único grupo de productos que durante estos cuatro meses alcanzó una tasa negativa con respecto a igual período del año precedente.

Las exportaciones de mercancías, por su parte, fueron de 94,3 m.m., un 8,5 % más que en el mismo mes del año 1978. Igual que en el caso de las importaciones, en el cuadro 1 se encuentran las tasas acumuladas y son también los productos energéticos el único grupo con tasa negativa.

Los ritmos de crecimiento en dólares del primer cuatrimestre del año en relación con igual cuatrimestre del año anterior son, lógicamente, mucho más elevados, debido a la apreciación de la peseta frente al dólar que entre los períodos considerados fue, por término medio, del 16,4 %. Las tasas respectivas a nivel agregado son del 23,9 % para las importaciones y el 36,0 % para las exportaciones.

Como los únicos datos disponibles sobre la evolución de los precios de importación y exportación son los utilizados en el último Boletín y hacen referencia sólo al primer trimestre del año, no se pueden conocer las tasas de crecimiento real, pero todo hace pensar que en los cuatro primeros meses de 1979 el aumento real de las importaciones de mercancías ha

1. Evolución del comercio exterior

m.m.

	Enero-abril 1978	Enero-abril 1979	% de incremento
Importaciones	467,4	497,2	6,4
Productos energéticos	130,3	125,1	- 4,0
Productos no energéticos	337,1	372,1	10,4
Alimentos	70,5	80,0	13,5
Productos sin elaborar e intermedios	139,1	157,1	12,9
Bienes de capital	88,1	89,7	1,8
Bienes de consumo	39,4	45,3	15,0
Exportaciones	332,7	388,6	16,8
Productos energéticos	9,4	7,5	- 19,2
Alimentos	75,6	88,8	17,5
Productos sin elaborar e intermedios	100,4	116,4	15,9
Bienes de capital	60,4	73,0	20,9
Bienes de consumo	86,9	102,9	18,4
Saldo comercial	- 134,7	- 108,6	- 19,4

Fuente: Dirección General de Aduanas.

sido sustancialmente más elevado que el de las exportaciones. Este hecho, incuestionable con la información disponible en este momento, puede deberse tanto al menor vigor que parece detectarse en la marcha de las exportaciones como al mantenimiento de las importaciones a los elevados niveles de finales de 1978, lo que hace que en su comparación con los primeros meses de dicho año, cuando las importaciones estaban muy deprimidas, se produzcan tasas reales elevadas. El que las importaciones se mantengan a esos niveles relativamente elevados ha podido estar influido por la mayor actividad registrada en los meses finales de 1978 y primeros del actual, pero no hay que olvidar que el juego de los precios relativos está suponiendo un apreciable estímulo para la compra de bienes en el exterior, ya que los índices de valor unitario de las importaciones en el primer trimestre del año cayeron, en pesetas, más de un 7 % con respecto al mismo período del año anterior.

En términos desestacionalizados las importaciones no energéticas nominales alcanzaron en abril un valor sin precedentes, pese a lo cual, la tasa de crecimiento del trimestre formado por los meses de febrero-marzo-abril, con respecto al inmediatamente anterior es, en pesetas y elevada a tasa anual, de sólo el 6,4 %. Esto se debe al reducido valor de las importaciones no energéticas en el mes de febrero y al elevado valor de diciembre, pero todo hace pensar que, por el mero sistema de cálculo, la tasa intertrimestral del próximo mes será mucho más alta. Por grupos de productos, utilizando los términos de comparación anteriores, destacan las compras de bienes de con-

sumo, que muestran una aceleración considerable en los últimos meses, y las de alimentos y bienes de capital, con tasas negativas. En el caso de los bienes de capital aunque la tasa intertrimestral sea negativa la cifra desestacionalizada de abril ha sido un 13,4 % más elevada que la del mes precedente.

En cuanto a las exportaciones de mercancías, su evolución en valores nominales desestacionalizados muestra, utilizando términos de comparación similares, resultados en cierta medida diferentes a los de las importaciones. En efecto, aunque la tasa intertrimestral elevada a tasa anual del trimestre que termina en abril con respecto al precedente es relativamente importante, un 19,4 %, está influida por un alto valor en febrero y uno bajo en enero, siendo lógico esperar un descenso en la misma en los próximos meses. Por grupos de productos, por último, destaca el fuerte ritmo de las ventas de alimentos, pese a una importante caída en el mes de abril, y el comportamiento moderado de las exportaciones de productos sin elaborar e intermedios. Las exportaciones de bienes de consumo volvieron a recuperar el último mes parte del ritmo perdido en los meses anteriores. El menor dinamismo en las ventas de bienes de equipo se acompaña de una sensible reducción en la formalización de operaciones nuevas en proyectos industriales, tal y como parecen estar reflejando las cifras de solicitud de crédito a la exportación o de su cobertura mediante pólizas de seguro de crédito a la exportación.

2. Registro de caja de las operaciones con el exterior

millones de dólares (a)

	Enero-abril 1979		
	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Balanza por cuenta corriente	8.804,1	8.718,3	85,8
Mercancías	5.095,4	6.525,1	-1.429,7
Servicios	3.074,7	1.953,5	1.121,2
Transferencias	634,0	239,7	394,3
2. Capital a largo plazo	2.459,2	1.593,0	866,2
Privado	2.264,4	1.170,0	1.094,4
Público	194,8	423,0	- 228,2
3. Capital a corto plazo	522,6	594,6	- 72,0
4. Instituciones bancarias privadas	1.980,1	1.604,2	375,9
Cuentas en pesetas de no residentes	113,1	—	113,1
Créditos interiores en divisas	1.837,1	1.604,2	232,9
Variación de la posición en divisas	29,9	—	29,9
5. Variación de reservas centrales	—	1.224,5	-1.224,5
6. Derechos Especiales de Giro asignados	70,0	—	70,0
7. Errores, omisiones y diferencias de valoración	—	101,4	- 101,4

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

Registro de caja

El déficit de la balanza comercial, según cifras de Aduanas, fue de 1.575 millones de dólares en el período enero-abril. En términos de caja ascendió a 1.430 millones, con sólo 145 millones de diferencia sobre la cifra anterior. Como lo normal es que las diferencias según una u otra fuente sean mucho mayores, debido, básicamente, a que en Aduanas las importaciones se valoran c.i.f., hay que pensar en la existencia de movimientos de «leads» y «lags» de cierta importancia durante el período considerado.

Si a la cifra de importaciones de Aduanas se le deduce en concepto de fletes y seguros una proporción equivalente a la resultante en años anteriores, queda un valor prácticamente idéntico al contabilizado en base a datos de Caja, mientras que las exportaciones del registro son inferiores a las de Aduanas en más de 500 millones de dólares. Parece pues —hay que insistir una vez más en las dificultades de cuantificación de este tipo de fenómenos—, que vía exportaciones se están produciendo salidas de capitales, bien como mero reflejo contable producido al revertir los movi-

mientos de la misma índole pero de distinto signo producidos en meses anteriores, o bien porque se están retrasando los cobros del exterior ante expectativas futuras de que se detenga la apreciación del tipo de cambio de la peseta.

La balanza por cuenta corriente tuvo en el mes de abril un déficit de 25 millones de dólares y durante el primer cuatrimestre un superavit de 86 millones de dólares, no apreciándose ningún hecho de especial relevancia en relación con los comentarios que vienen haciéndose en boletines anteriores.

Algo similar ocurre con la balanza de capital en la que todos los capítulos siguen mostrando comportamientos que, con las discrepancias normales, no difieren básicamente de los analizados en los meses pasados. Vale la pena insistir en el especial dinamismo que siguen mostrando en los cuatro primeros meses de 1979 las entradas de capital privado a largo plazo. Su saldo neto fue de 1.094 millones de dólares, frente a 585 millones en igual período del año anterior, destacando, fundamentalmente, el capítulo de inversiones del exterior en España, cuya tasa de crecimiento con respecto a igual período del año anterior es del 105,3 %, que aunque medida en dólares continúa teniendo un valor muy elevado si se descuenta la apreciación en el tipo de cambio de la peseta. Dentro del capítulo de inversiones hay que destacar, por su especial dinamismo, a las inversiones en cartera y a las recogidas en el epígrafe de «otras». Estas últimas tienen un saldo de 79 millones de dólares, conseguido con unos ingresos de 243 millones y unos pagos de 164 millones. Las cifras anteriores, que suponen tasas de crecimiento elevadísimas con respecto al mismo período del año anterior, se han logrado, casi en su totalidad, por operaciones de anticipos a cuenta de futuras suscripciones de capital.

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

Semana del 11 al 15 de junio de 1979

	Semana del 14-18 de mayo de 1979	Ultima semana de 1978	Semana del 12 al 15 de julio de 1977 (b)
Dólar USA	-0,06	6,19	31,32
Yen japonés	1,96	20,16	9,00
Franco suizo	0,05	13,02	-5,98
Marco alemán	0,05	11,19	9,72
Franco belga	0,38	12,82	13,09
Florín holandés	0,63	12,38	12,17
Franco francés	0,20	12,03	19,38
Libra esterlina	-1,39	3,72	8,43
Lira italiana	0,16	9,15	26,89

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

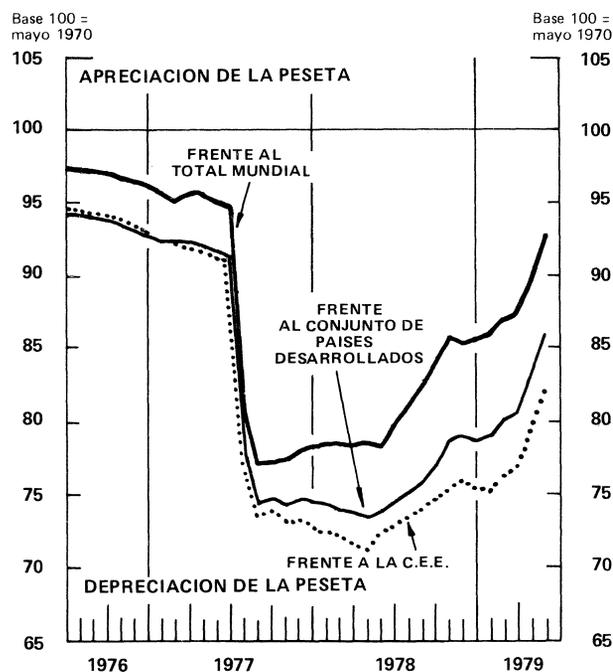
(b) Semana de la última devaluación de la peseta.

Las reservas centrales, por último, se situaron a finales de abril en 11.158 millones de dólares, con un incremento de 1.224 millones con respecto a su nivel a final del año 1978.

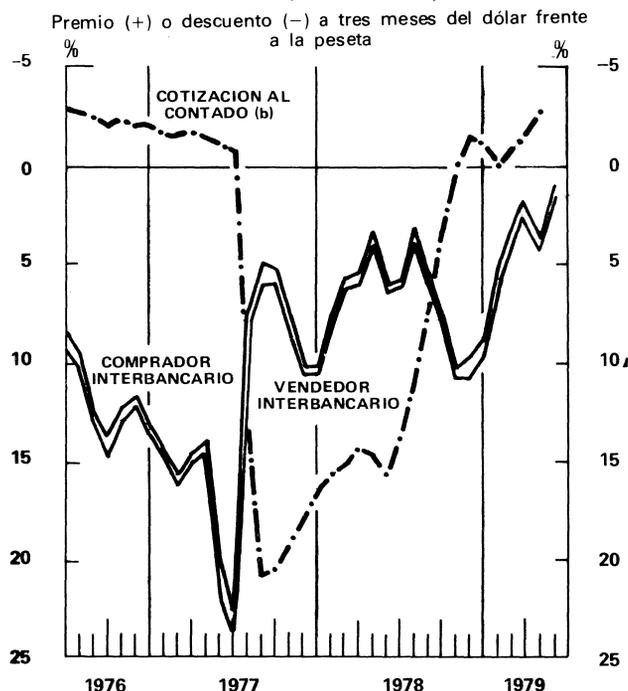
El tipo de cambio de la peseta

Durante las cuatro semanas comprendidas entre el 14 de mayo y el 15 de junio, la cotización al contado de la peseta se mantuvo muy estable en relación con el dólar USA, siguiendo por lo tanto frente a las demás monedas una evolución similar a la registrada por este último. Así, utilizando valores medios semanales, después de haberse apreciado el tipo de cambio de la peseta respecto de las monedas europeas en la primera semana del período antes citado, se depreció en las semanas siguientes hasta situarse ligeramente por encima de su valor inicial. En el conjunto del período, la peseta sólo se depreció frente a la libra esterlina —cerca de un 1,4 %— habiendo terminado apreciada, por el contrario, frente al yen japonés en cerca de un 2 %, siendo esta divisa la que marca el grado máximo de apreciación de la peseta después del dólar canadiense y el escudo portugués.

1. Índice de la posición efectiva de la peseta (Ø)



2. Cotización a plazo de la peseta (∅)



En el mercado a plazo, el tipo de cambio a tres meses de la peseta pasó de 66,36 ptas/\$ a 66,07 ptas/\$ entre las semanas terminadas el 18 de mayo y el 1 de junio, respectivamente, para pasar a 66,48 ptas/\$ en la que finalizó el 15 de este último mes. Puestas estas cotizaciones en relación con el tipo de cambio al contado, la peseta pasó entre las dos primeras fechas de un descuento del 1,8 % sobre el dólar a un premio del 0,2 % respecto a dicha moneda volviendo a evolucionar hacia el descuento en los días siguientes de junio, en cuya segunda semana registró un valor del 2,2 %. La disminución de los tipos de interés internos unidos al estancamiento o alza de los vigentes en los mercados monetarios internacionales ha ido disminuyendo el diferencial favorable a las entradas de capitales del exterior, máxime habida cuenta de la elevación en un tercio de los tipos exteriores que supone el depósito establecido por el Real Decreto de 27 de abril de este año.

23-VI-79

Los índices de posición efectiva de la peseta registran asimismo una subida en la primera semana y una posterior caída en las restantes. Las fluctuaciones, de cualquier forma, fueron muy limitadas, no llegando en ningún caso a alcanzar para el conjunto del período el 0,1 %. El índice frente a la Comunidad Económica Europea se situó, en la segunda semana de junio ligeramente por debajo de su valor en la misma semana del mes anterior, mientras que, por el contrario, el que recoge únicamente los países cuyas monedas se cotizan en Madrid se apreció un poco. El índice frente al total mundial, por último, terminó al nivel de la segunda semana de mayo.

El Banco de España intervino en el mercado comprando dólares con cierta intensidad durante la segunda mitad de mayo y de forma especialmente fuerte en algunos días determinados. También hubo de realizar algunas ventas aisladas de la divisa americana que se hicieron más generales durante la primera quincena de junio para la que el saldo neto acumulado resulta ser vendedor en cerca de 75 millones de dólares. Como consecuencia, en parte, de la actividad compradora efectuada durante el mes pasado las reservas exteriores españolas aumentaron durante el mismo en 368,5 millones de dólares con lo que su valor total se situó a finales de mayo en 11.581,4 millones.