

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

septiembre 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.
- 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.

## Advertencias

1. Salvo indicación en contrario, todas las cantidades citadas en los cuadros y en el texto están expresadas en m.m. y todas las tasas de crecimiento, sea cual sea el período a que se refieren, están expresadas en su equivalente anual.
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
- 10 La evolución monetaria
- 19 Actividad, empleo y precio
- 26 Sector exterior
- 31 Los resultados de las entidades de crédito en 1978
- 37 El mercado de valores en el primer semestre de 1979
- 43 Circulares del Banco de España
  - Circulares a la banca privada
  - Núm. 175
- 45 Indicadores económicos

# Economía internacional

El pesimismo del F. M. I. de cara a la reunión de Belgrado sobre la situación y el porvenir inmediato de la economía mundial contrasta, de algún modo, con el ambiente que se respiraba hace apenas un año. En la última reunión de Washington se daba casi por descontado que los países industrializados conseguirían mantener unas tasas de crecimiento del P. N. B. en torno a un 3 %, con una distribución más equilibrada de la expansión y, en consecuencia, con menores déficits y superávits en los saldos de cuenta corriente de las balanzas de pagos. Esos modestos resultados implicaban el mantenimiento del paro a los niveles actuales y un mercado internacional algo más protegido frente a las perturbaciones de las alzas y de las bajas de los tipos de cambio de las monedas. En parte, esto se ha conseguido, y el déficit corriente de la balanza de los USA pasará de 14 mil a 7 mil millones de dólares entre 1978 y 1979, mientras los excedentes de Alemania Federal y Japón prácticamente desaparecen. Pero estos resultados no han bastado para contrarrestar los efectos que los nuevos precios del petróleo y la recesión de los Estados Unidos están ejerciendo sobre el crecimiento de las economías y los niveles de inflación.

Aunque las consecuencias de los elementos negativos no van a ser tan intensas como en el año 1975, el conjunto de países industrializados sólo podrá aspirar a unos modestos resultados durante 1979 y 1980, ligeramente por debajo, este último año, de un incremento del 2 %. Los países de la OPEP, como con-

## 1. Variaciones del P. N. B., precios y comercio internacional en 1975-1980

Tasas respecto al año precedente

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
<b>P. N. B.:</b>						
Países industriales	-0,9	5,4	4,0	4,0	2,8	1,9
Países exportadores de petróleo	-0,3	12,3	6,0	2,9	1,5	4,4
Países en vías de desarrollo	4,0	5,0	5,1	5,2	5,1	5,5
<b>DEFLACTOR DEL P. N. B.:</b>						
Países industriales	11,0	7,1	7,1	7,0	7,8	8,6
Países exportadores de petróleo	18,8	16,5	14,8	8,5	13,5	11,5
Países en vías de desarrollo	32,9	31,9	31,1	25,5	30,1	24,7
<b>COMERCIO INTERNACIONAL:</b>						
Volumen	-5,0	12,0	5,0	5,0	6,0	4,0
Valores unitarios en \$	9,0	1,5	9,0	10,0	14,5	10,0

FUENTE: F.M.I.

## 2. Balanza de pagos por cuenta corriente 1975-1980

Miles de millones de dólares

	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Países industriales (1)	11,9	- 6,8	-13,2	13,9	-18,5	-12,5
Países exportadores de petróleo	35,0	40,0	31,8	6,2	49,0	55,0
Países en vías de desarrollo	-38,2	-26,0	-21,0	-32,0	-45,0	-53,0

(1) Los saldos por cuenta corriente incluyen las transferencias oficiales para este grupo de países.

FUENTE: F. M. I.

secuencia de la situación iraní, y para tratar de evitar una inflación todavía más intensa, crecerán muy poco en 1979 y, en el supuesto de que Irán recuperase su actividad, la tasa de incremento del P. N. N. se situaría en un 4,5 % en 1980. Los países en vías de desarrollo, gracias a unas mejores condiciones meteorológicas, podrán compensar en parte la influencia de los efectos cíclicos de unos mercados deprimidos en los países industriales y conseguir una tasa de desarrollo superior al 5 % en 1979 y 1980. Sin embargo, la situación de los 39 países con menores rentas dentro del grupo de países en vías de desarrollo no mejorará en los próximos años. Estos países representan aproximadamente el 40 % de la población de los países del Fondo, mientras que su producción representa el 3 % del total de los países miembros. Las tasas de crecimiento registradas en los últimos años se han mantenido en un 4 %, mientras que el crecimiento conjunto de su población se acercaba a un 2,5 %. En definitiva, según las estimaciones del Fondo, el panorama para los países más pobres no presenta ninguna mejora.

El nivel de inflación superará en esos mismos años a los precedentes, sin llegar en los países industriales, según las previsiones del F. M. I., a las dos cifras del año 1975, aunque en los primeros siete meses del año actual la evolución de los índices de precios al consumo en esta zona se sitúa ya por encima de una tasa del 10 %. Las perspectivas de alzas son, como se observa en el cuadro núm. 1, particularmente elevadas en las otras dos categorías de países.

El saldo de las balanzas de pagos en los países industrializados, como resultado de la nueva factura del petróleo, pasará a ser negativo después del superávit de 1978, mientras que los países de la OPEP aumentarán el activo de su cuenta corriente de un modo espectacular, porque, a pesar de una ligera reducción en el volumen exportado de petróleo, los ingresos obtenidos se elevarán en unos 50 mil millones de dóla-

res, hasta alcanzar un total de 183 millones en 1979. El saldo por cuenta corriente se verá además influido por un previsible descenso en el volumen de las importaciones totales, como consecuencia de la fuerte reducción operada por Irán. El resultado más dramático desde la perspectiva de los saldos de las balanzas de pagos es el aumento del déficit en los países en vías de desarrollo, del orden de los 13 mil y 8 mil millones en 1979 y 1980, hasta un nivel de 45 y 53 mil millones de dólares.

Los precios internacionales se han elevado de manera muy acentuada en 1978 y se prevé que también lo harán en 1979 —en un 10 % y un 14,5 %, respectivamente— a causa del alza reciente de la demanda de importación de los países industrializados y de las expectativas inflacionistas estimuladas por los mayores precios del petróleo. Las previsiones del F. M. I. apuntan a una disminución en 1980, pero manteniendo una tasa de aumento de los precios internacionales medidos en dólares del orden del 10 %, que resulta todavía muy elevado con respecto a la reciente experiencia histórica, como se pone de manifiesto en la última parte del cuadro 1. La desigual distribución de los incrementos en los precios de importación y exportación será la causa principal de las importantes alteraciones que acabarán reflejándose en el cuadro de las balanzas de pagos, mediante un aumento del superávit de los países productores de petróleo, la reaparición del déficit en los países industrializados y un alarmante incremento del déficit y, paralelamente, del endeudamiento de los países en vías de desarrollo.

Las consecuencias de una mayor recesión de la economía de los países industrializados supone, como subraya el F. M. I., una desaceleración del comercio internacional que se empezará a hacer sentir en 1980. En efecto, el impulso experimentado por la demanda interior en algunos de los más importantes países industrializados durante la segunda mitad de 1978 y la primera de 1979 se traducirán en un incremento en el volumen del comercio internacional del orden de un 6 % en 1979, superior al 5 % de los dos años precedentes. Pero los efectos de los nuevos precios del petróleo sobre la demanda interna de los países industrializados y los menores ritmos de crecimiento de la producción determinan que las previsiones para la primera mitad de 1980 reflejen un comportamiento mucho más débil. En su conjunto, el comercio internacional sólo crecerá en torno a un 4 % en 1980 sobre el año actual.

Esta alteración en la distribución de los déficits y superávits de las balanzas de pagos muy posiblemente ejercerá nuevas presiones en el sistema finan-

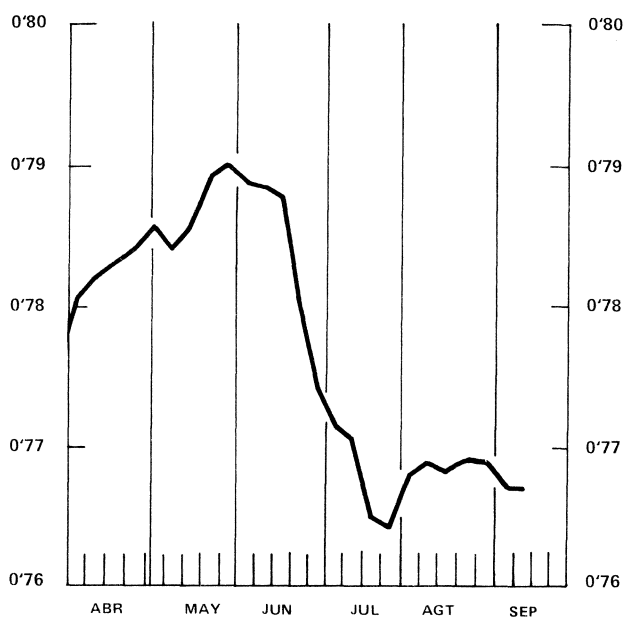
ciero internacional. Los déficits de los dos grandes grupos de países no productores de petróleo no exceden las posibilidades de financiación actualmente existentes, pero la evolución reciente de los tipos de interés, unida precisamente a esta mayor necesidad de financiación exterior, provocarán mayores dificultades y un endurecimiento de las condiciones a través de un incremento de las cargas por pago de intereses, muy en especial para aquellos países con una menor credibilidad crediticia. Si la evolución de los mercados financieros o de cambios dificulta de tal manera los flujos de financiación que los países con mayores dificultades se vean empujados a adoptar políticas proteccionistas, es muy posible que las consecuencias en el sistema de pagos e intercambios internacionales sean especialmente perturbadoras en los próximos años.

## Evolución monetaria internacional

El ambiente distendido en que se habían desarrollado las transacciones cambiarias durante la mayor parte del mes de agosto se vio bruscamente alterado en la primera mitad de septiembre. A lo largo de las dos primeras semanas de este último mes se produjo una fuerte intensificación de la oferta de dólares USA, libras esterlinas y yens japoneses, al tiempo que se agudizaban las tensiones dentro del Sistema Monetario Europeo (S. M. E.) como consecuencia de las presiones alcistas registradas en el marco alemán. Pero, sin lugar a dudas, durante el período objeto de este comentario —es decir, el comprendido entre el 13 de agosto y el 14 de septiembre últimos— el mayor protagonismo de los mercados de cambios correspondió al oro, cuya cotización, impulsada por una fiebre compradora sin precedentes, fue superando las diversas «cotas» psicológicas que los especialistas habían ido anunciando como zona de estabilización del precio del metal.

Pasando a un análisis más pormenorizado de los últimos acontecimientos de los mercados de cambios, hay que señalar que el *dólar USA* mantuvo hasta casi finales del mes de agosto el comportamiento sostenido que había registrado durante las dos primeras semanas y que había sido atribuido a una favorable reacción del mercado ante las expectativas suscitadas por el nombramiento del nuevo presidente de la Reserva Federal y a la subida en un 0,5 % del tipo oficial de descuento. En las proximidades del comienzo de septiembre, sin embargo, y sin que las circunstancias se hubiesen modificado en forma notoria, la divisa americana se vio sometida a una fuerte presión vendedora que enlazaba con la situa-

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



ción que había regido durante los meses de junio y julio, en que su cambio se depreció profundamente. En la ocasión que ahora nos ocupa la pérdida de posiciones del dólar USA fue menos marcada debido, en gran medida, a los resultados de la intervención de la Reserva Federal y los bancos centrales de Alemania y Suiza, siendo la de este último inferior a la de los anteriores. Dicha caída se produjo, por otro lado, a pesar de la acentuación de la subida del precio del dinero en los Estados Unidos y de una mejora sustancial en su balanza de mercancías, que en los siete primeros meses del año registró un déficit de 12.900 millones de dólares, frente a los 20.100 millones del mismo período de 1978. Como contraposición, los datos sobre precios al consumo correspondientes al mes de agosto sitúan la inflación americana en el 11,8 % anual, siendo este proceso, junto con el peligro de una recesión más grave de la estimada oficialmente, lo que parece incidir con mayor intensidad en el comportamiento del mercado. En este sentido cabe señalar que algunos operadores han manifestado sus dudas sobre la eficacia actual del arma de los tipos de interés contra la inflación, mientras que acentúan el efecto depresivo que su utilización puede introducir en la actividad económica. Otros, han señalado que el nivel de los tipos de interés continúa siendo insuficiente para frenar la caída del dólar, habida cuenta del fuerte crecimiento de los precios internos. Entre los otros factores que han podido influir en el debilitamiento del dólar hay que destacar la es-

### 3. Cotización al contado de las principales monedas

(Cambios medios correspondientes a la semana del 10 al 14 de septiembre de 1979)

	Valor del derecho especial de giro		
	Variación porcentual (a)		
	Unidades nacionales por DEG	Respecto de la media de los días 6-10 agosto 1979	Respecto de la última semana de 1978
Dólar USA	1,30	-0,11	- 0,20
Yen japonés	189,07	-2,53	-12,38
Franco suizo	2,13	1,25	- 0,65
Libra esterlina	0,59	-0,85	9,14
Marco alemán	2,36	0,84	0,75
Franco belga	37,85	0,46	- 0,72
Florin holandés	2,59	0,72	- 0,67
Franco francés	5,51	0,35	- 0,82
Lira italiana	1.059,31	0,62	2,11
Peseta	86,04	-0,06	6,27

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

	Cotización frente al dólar USA		
	Variación porcentual (a)		
	Unidades nacionales por dólar USA	Respecto de la media de los días 6-10 agosto 1979	Respecto de la última semana de 1978
Yen japonés	222,06	-2,61	-12,61
Franco suizo	1,63	1,42	- 0,45
Libra esterlina (b)	2,22	-0,65	9,23
Marco alemán	1,81	0,97	0,73
Franco belga	29,05	0,57	- 0,67
Florin holandés	1,99	0,84	- 0,58
Franco francés	4,23	0,48	- 0,90
Lira italiana	813,01	0,67	2,05
Peseta	66,04	0,05	6,29

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

(b) En dólares USA por unidad nacional.

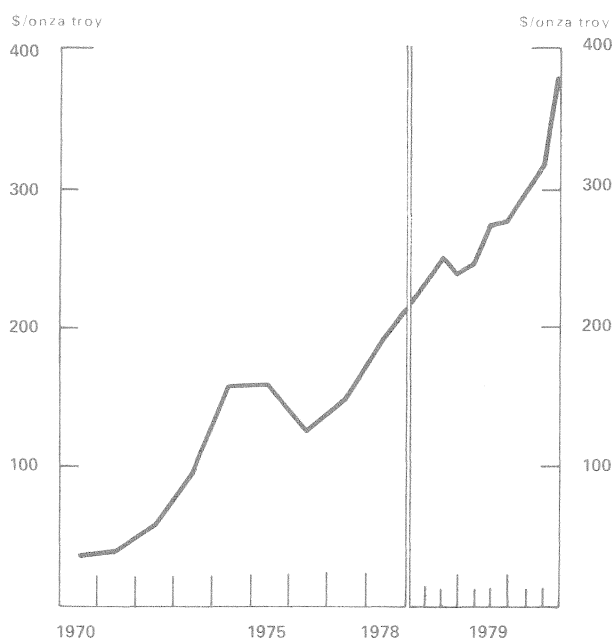
peculación desatada sobre el oro y motivos más ocasionales, como la proximidad de varias reuniones económicas internacionales, en una de las cuales se especulaba con la posibilidad de un reajuste de las paridades de las monedas del S. M. E. que conllevaría la apreciación del *marco alemán*.

Por lo que se refiere a esta última moneda, la intensa demanda que registró durante el período recu-

deció las dificultades que para mantenerse dentro de los márgenes establecidos vienen padeciendo, con mayor o menor intensidad desde casi el momento de su creación, las monedas actualmente más débiles del S. M. E.: el *franco belga* y la *corona danesa*. Para corregir esta situación, los bancos centrales de Alemania, Bélgica y Dinamarca hubieron de realizar fuertes intervenciones en el mercado que, en el caso de este último banco, se complementaron más adelante con la elevación del tipo oficial de descuento en dos puntos porcentuales hasta el 11 %. También el Banco de Francia mantuvo su política de altos tipos de interés, con la doble finalidad de proteger la evolución de su divisa y luchar contra la inflación. El Bundesbank, por el contrario, atribuyendo mayor importancia a las consideraciones de índole exterior, mantuvo invariable por el momento su tipo oficial de descuento, en contra de las expectativas suscitadas sobre su subida.

La especulación en favor de la revaluación del marco alemán fue cobrando mayor intensidad a medida que se acercaba el final del plazo de seis meses establecido en el momento de la creación del S. M. E. para examinar su funcionamiento y tomar decisiones al respecto. Con este motivo fueron creciendo los rumores sobre la ya citada modificación de las parida-

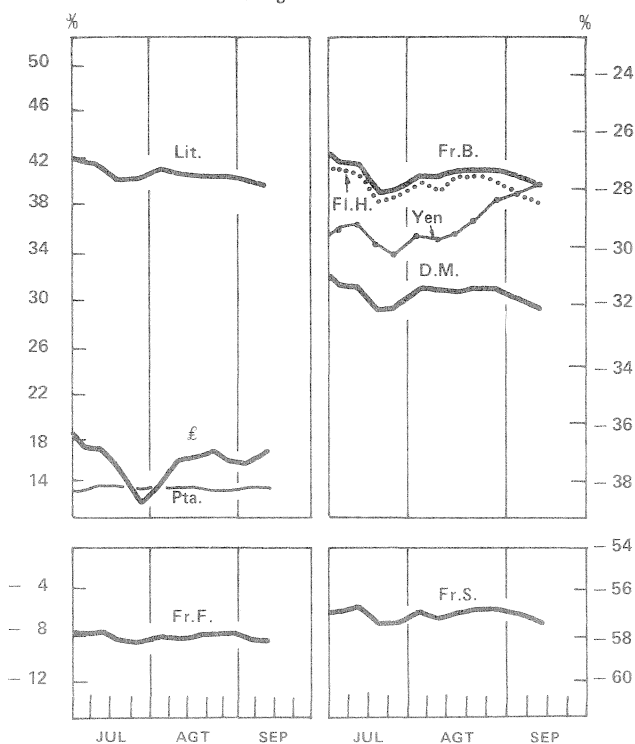
### 2. Cotización del oro en el mercado de Londres (a)



(a). Los datos anuales son medias, mientras que los mensuales corresponden al último valor de cada período.

### 3. Cotización al cóntado del dólar (Ø)

Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar frente a las siguientes monedas:



des e incluso, respecto a la introducción de cambios en alguno de los mecanismos, considerándose también la posibilidad de una incorporación de la *libra esterlina*. La reunión de los Ministros de Hacienda de los nueve miembros de la CEE, celebrada en Bruselas el 17 de septiembre pasado, ha contradicho estas expectativas, al mantener intactos los acuerdos fundacionales en vista de la conclusión general de que el balance de lo actuado hasta el momento podía considerarse suficientemente satisfactorio (1).

La libra esterlina, por su parte, registró una caída de cierta entidad, continuando con la fase de debilidad que comenzó a finales de julio, después de un comportamiento de extraordinario vigor durante los siete primeros meses del año. Esta caída de la divisa del Reino Unido está relacionada en parte con la reciente liberalización del control de cambios sobre las salidas de capital. Dicha medida ha propiciado, de un lado, la amortización de préstamos en moneda extranjera

contraídos por residentes que quieren beneficiarse del alto valor alcanzado por la libra, favoreciendo, por otra parte, la salida de fondos hacia otras divisas —especialmente el marco—, fenómeno que se ve apoyado por el estrechamiento del diferencial favorable a los tipos de interés británicos. También han jugado en contra de la libra las pesimistas perspectivas que se ciernen sobre su economía, cuya tasa anual de inflación, de acuerdo con los datos de agosto, ronda el 18 % y cuya situación social puede empeorar en los próximos meses.

También las dificultades de la economía japonesa han pesado sobre la cotización del *yen japonés*, que ha perdido más de un 12 % en términos de derechos especiales de giro desde el comienzo del año. La subida de precios en Japón se acerca en la actualidad al 11 % en tasa anual, mientras que su balanza de pagos por cuenta corriente, muy afectada por las sucesivas elevaciones del precio del petróleo, registra un fuerte deterioro.

Por lo que se refiere a la evolución del precio del dinero en los diferentes mercados monetarios hay que destacar el alza generalizada que sobre los tipos de interés a corto plazo han generado las políticas antiinflacionistas de las autoridades monetarias respectivas. En Estados Unidos, la Reserva Federal continuó endureciendo su política monetaria a pesar de los riesgos de provocar con ello una acentuación de la recesión económica interna que algunos califican ya de profunda. El tipo oficial de descuento americano, tras registrar dos nuevas elevaciones, se situaba al final del período objeto de esta nota en el 11 %, su máximo valor histórico, mientras que el tipo de interés preferencial de la banca privada sobrepasaba el 13 %, después de superar los más altos niveles hasta ahora conocidos. También en Europa prosiguió la ascensión de los tipos de interés a corto plazo, con excepción de los de Inglaterra, que se mantuvieron muy estables.

Como ya se ha indicado anteriormente, el oro fue el centro de atención del mercado durante todo el período de referencia. Su contratación se movió en un ambiente de gran nerviosismo, dominado por una fortísima presión por el lado de la demanda, que hizo subir su valor a niveles sin precedentes y por encima de las previsiones que antes de desatarse este proceso podían considerarse más optimistas. Así, el «fixing» de las 15,30 horas del mercado de Londres alcanzó el 20 de septiembre los 380 dólares la onza, lo que representa un aumento de 76,25 dólares sobre el valor registrado el 10 de agosto y de 153,20 sobre comienzos de este año. El interés comprador ha sido atribuido en gran medida a los países árabes, pero es más que probable que éstos se hayan visto acompa-

(1) Una semana después —ya cerrado este informe—, en una reunión de urgencia celebrada entre los Ministros de Hacienda de los países que forman el S. M. E., se decidió la revaluación del marco alemán en un 2 % y la devaluación en un 3 % de la corona danesa.



ñados por un gran número de inversores que han acudido al oro —e incluso a la plata— como una forma de salvaguardarse de la creciente inflación y de las incertidumbres políticas, o con el fin de diversificar sus activos en dólares ante el escepticismo existente sobre la evolución de esta moneda. Todo ello se ha podido ver, además, apoyado por los rumores —denegados rotundamente por las autoridades correspondientes— de un próximo cese de las ventas sudafricanas (1) y por el posible fin a mediados de 1980 de las subastas de oro del Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, algunos analistas y operadores han achacado gran parte de la responsabilidad del alza del metal precioso a las facilidades existentes en la actualidad para acudir a los mercados de futuros americanos, lo que ha propiciado —dados los factores antes mencionados— un fuerte flujo de pequeños contratos por parte de los ahorradores de Estados Unidos. Sin embargo, aquellos que se sitúan en el lado de la oferta señalan que el precio del oro deberá descender en un próximo futuro fundamentalmente en base a dos motivos: el primero es el alto nivel de los tipos de interés, que hace más gravoso el recurso al crédito destinado a especular en el mercado del oro. Sin tomar partido por una u otra postura hay que señalar, sin embargo, que este argumento menosprecia el hecho de que, en los momentos en que la especulación se desata, la posibilidad de conseguir fuertes ganancias en un plazo muy corto de tiempo anula cualquier aumento de los tipos de interés. El segundo factor que anima a los vendedores de oro viene derivado de las previsiones sobre las mayores necesidades que, en los próximos meses, tanto Sudáfrica como la Unión Soviética (los principales exportadores) tendrán de ampliar su oferta de oro al mercado en el caso del primer país, para cubrir sus importaciones de petróleo y en el del segundo para abastecerse de grano, dado que su cosecha de cereales ha sido inferior a lo normal.

---

(1) La producción de oro de Sudáfrica, que es el principal país exportador, viene descendiendo desde hace diez años.

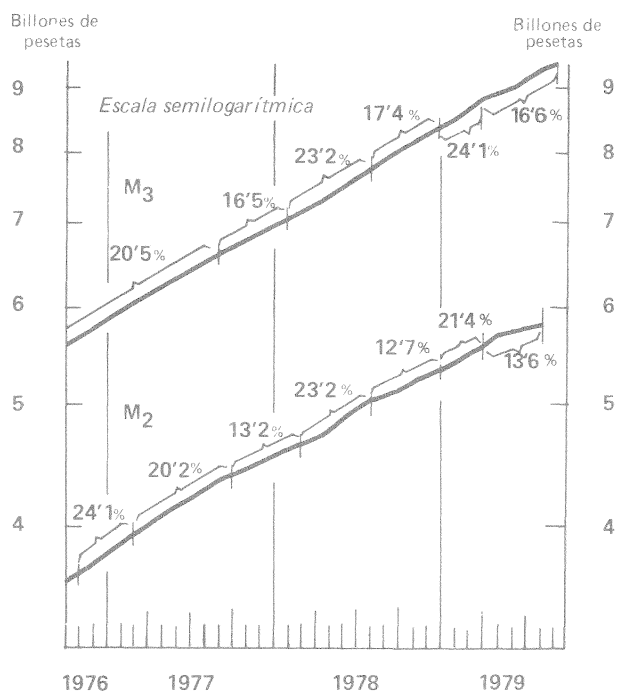
## La evolución monetaria

A lo largo del mes de agosto se registró una desaceleración progresiva del ritmo de expansión de las magnitudes monetarias, en gran medida relacionada con la fuerte reducción del recurso monetario del sector público y con el avance relativamente lento del sector exterior. El crédito al sector privado, que experimentó un retroceso apreciable en el mes de julio, es probable que registre en agosto un ritmo de expansión cercano al del período mayo-junio-julio. No obstante, esa tasa se sitúa en el límite inferior de la banda prevista para la segunda mitad del año, lo que se ha reflejado, junto a los factores antes reseñados, en la tasa de avance de las disponibilidades líquidas de los dos últimos meses.

La financiación neta obtenida directamente por el sector privado en los mercados exteriores continuó fluyendo a un ritmo semejante al promedio de los seis primeros meses del año, y la financiación neta del sector público en los mercados exteriores registró un incremento moderado.

La contención del ritmo de expansión de los depósitos bancarios y el consiguiente descenso de la demanda de activos líquidos promovieron, a partir de la primera decena del mes de agosto, un descenso de los tipos de interés del mercado interbancario, evitando así que se consolidaran los niveles alcanzados

### 1. Agregados monetarios (Ø, \*)



a finales de julio y principios de agosto, como consecuencia del aumento del ritmo de expansión registrado en los dos meses precedentes. Durante la primera mitad del mes de septiembre ha proseguido el descenso de los tipos.

Hasta el mes de junio el tipo medio de los depósitos a plazo se mantuvo, según declaraciones de las entidades bancarias, en el nivel alcanzado a finales del primer trimestre. Así ha sucedido también con los tipos de los créditos. Sin embargo, los indicadores de racionamiento del crédito muestran que el exceso de demanda de fondos para dichos tipos, que registró un aumento notable en el mes de abril, se ha mantenido hasta el mes de julio. La distensión registrada en el mercado interbancario permite esperar que se reduzca dicho exceso de demanda a través de un aumento de la oferta a los tipos vigentes, evitando así que se traduzca en nuevas elevaciones de los tipos de interés de los créditos.

En el mercado de valores se registró, en los meses de julio y agosto, un importante aumento de los tipos de las obligaciones privadas y un descenso también importante de la cotización de acciones.

## Los agregados monetarios

En el mes de agosto se registró un importante ajuste a la baja del ritmo de expansión de los depósitos del sistema bancario (4,8 %), que fue especialmente intenso para los depósitos de la banca privada (1,8 %). Como consecuencia, tras la aceleración estimada para los meses de junio y julio, la tasa mensual de crecimiento de  $M_3$  durante el mes de agosto se situó en 5,8 %, y la correspondiente al período junio-julio-agosto en 16,4 %. La diferencia positiva entre la tasa de expansión de  $M_3$  y la correspondiente a los depósitos del sistema bancario se explica por una cierta recuperación del ritmo de avance del efectivo en manos del público (15,3 %).

Con respecto a períodos más amplios, durante los ocho primeros meses de 1979,  $M_3$  ha crecido a un ritmo del 19,4 %, pudiendo distinguirse, de acuerdo con lo que a continuación se expone, dos períodos: durante el primero, que comprende los tres primeros meses del año, creció a una tasa del 24,1 %, y, posteriormente, lo ha hecho al 16,4 %. Durante los primeros siete meses de 1979,  $M_2$  ha crecido a un ritmo del 17,0 %, habiéndolo hecho en el primer trimestre al 21,4 %, y al 13,6 % en los cuatro meses siguientes.

La valoración del ajuste a la baja experimentado por el ritmo de expansión de los depósitos durante el

mes de agosto exige algunas puntualizaciones. En primer lugar, las tasas de variación se refieren a saldos obtenidos utilizando coeficientes de desestacionalización estimados, mediante el procedimiento X-11, con información muestral disponible hasta diciembre de 1978. Los coeficientes estimados no fueron modificados para tener en cuenta cambios previsibles en el comportamiento estacional de las variables causados por fenómenos tales como variaciones en la fecha de recaudación de impuestos, etc. Y, como se ha expuesto en notas anteriores, en 1979 se ha producido un cambio de calendario en la liquidación de algunos impuestos. Como consecuencia, una parte de los abonos al Tesoro que se realizaban en la tercera decena de julio se ha desplazado a la primera del mes de agosto. Este desplazamiento produjo una elevación relativa de la media mensual de los depósitos de julio, afectando en consecuencia a las tasas de variación de julio y agosto. La corrección consiguiente de los coeficientes estacionales podría significar una reducción en torno a tres puntos de la tasa de julio y una elevación similar de la de agosto. Por otro lado, además del desplazamiento referido, se registró un incremento importante en la recaudación de otros impuestos habitualmente abonados a la cuenta del Tesoro en el mes de agosto. Como consecuencia de todo ello, a lo largo de la primera quincena de agosto el recurso del sector público al Banco de España se redujo en 110 m.m., registrándose un descenso de 67 m.m. a lo largo del mes (la reducción del saldo

### 1. Agregados monetarios (Ø, \*)

	$M_1$		$M_2$	
	Saldo		Saldo	
<b>1979</b>				
FEB	8.687		5.520	
MAR	8.840		5.600	
ABR	8.971		5.665	
MAY	9.071		5.685	
JUN	9.210		5.747	
JUL	9.380		5.846	
AGO	9.424		...	
		$T_1^1$	$T_1^1$	$T_1^1$
<b>1979</b>				
FEB	26,9	24,1	27,1	21,4
MAR	23,2	23,1	18,8	19,0
ABR	19,5	18,8	11,8	12,4
MAY	14,2	17,9	7,0	10,9
JUN	20,0	19,5	14,1	14,5
JUL	24,4	16,4	22,6	...
AGO	5,8	...	...	...

medio fue de 105 m.m., frente a 54 m.m. en el mismo mes de 1978).

Junto a la actuación contractiva del sector público, se registró un crecimiento relativamente moderado de las reservas exteriores, que experimentaron, en promedio, un incremento de 23 m.m., frente a 65 m.m. en igual mes de 1978.

La actuación contractiva de estos factores no se vio compensada por una aceleración de similar cuantía en el ritmo de avance del crédito. A los retrasos en el ajuste, explicables por la modificación probablemente imprevista del comportamiento de los factores autónomos, se sumó el hecho de haber tenido lugar en un mes caracterizado por un bajo nivel de actividad como consecuencia de las vacaciones veraniegas. En este sentido, hay que reseñar también que, al igual que en 1978, se aprecia, tras el examen de las cifras diarias de depósitos, una modificación probable a la baja del coeficiente estacional del mes de agosto, que, con independencia de lo antes expuesto en relación con la recaudación de algunos impuestos, puede estar asociada con el descenso estacional, también creciente, de la actividad económica durante dicho mes. En relación con esto es conveniente recordar que, en el pasado año, al bajo ritmo de expansión de los depósitos y el crédito, durante el mes de agosto, siguió un aumento del ritmo de expansión bancaria, que se hizo especialmente notable en la segunda mitad del mes de septiembre. Por ello, en la medida en que la demanda de crédito siguiera pujando el ritmo que lo ha hecho en los últimos meses, es de esperar una rápida recuperación del ritmo de expansión bancaria, salvo que se planteasen problemas en la apreciación por las instituciones bancarias de la calidad de dicha demanda. No obstante, debe señalarse que en el mes de agosto, los indicadores disponibles muestran un cierto descenso de la demanda de crédito efectivamente recibida por las instituciones bancarias.

## 2. Componentes de $M_3$ (∅, \*)

	Efectivo en manos del público			Depósitos del sistema bancario		
	Saldo	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	Saldo	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>
<b>1979</b>						
FEB	924	42,7	27,3	7.742	25,0	23,7
MAR	937	18,5	25,4	7.880	23,7	22,9
ABR	949	17,0	9,9	8.001	20,1	20,1
MAY	946	- 4,1	5,8	8.105	16,6	19,5
JUN	950	5,8	-4,5	8.239	21,9	22,8
JUL	938	-14,4	1,7	8.421	29,9	18,3
AGO	950	16,1	...	8.454	4,8	...

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

	Depósitos en la banca			Depósitos en las cajas		
	Saldo	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>	Saldo	T <sub>1</sub>	T <sub>2</sub>
<b>1979</b>						
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	20,4	2.828	19,1	17,8
JUN	5.358	25,6	23,3	2.881	15,2	21,7
JUL	5.474	29,3	18,2	2.947	31,2	18,6
AGO	5.482	1,8	...	2.972	10,4	...

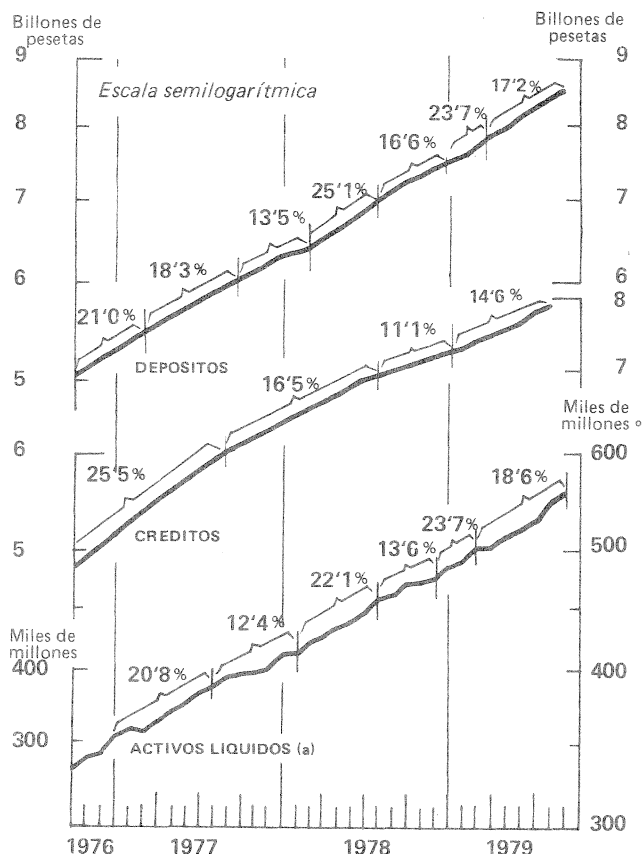
En relación con la demanda de efectivo por parte del público, ya se ha señalado cómo en agosto mostró signos de recuperación tras el notable retroceso de los tres últimos meses, esperándose que en los próximos meses la tasa de avance de dicha variable se sitúe en torno a un 16 %.

En cuanto a la evolución de los depósitos por clases, según datos al fin de mes, prosiguió en julio el desplazamiento del público hacia los depósitos a plazo. Sin embargo, en las cifras de ese mes se redujo la diferencia entre el ritmo de expansión de esos depósitos y el correspondiente a la suma total de depósitos en el sistema bancario. Aun cuando la cifra de un mes no es suficiente para apreciar un cambio de tendencia, es de presumir que, en la medida en que no se registren nuevas variaciones en los diferenciales de tipos de interés de las distintas clases de depósitos, tenderán a aproximarse los ritmos de expansión de los mismos. Asimismo lo harían las tasas de los diferentes agregados monetarios, sobre todo de  $M_3$  y  $M_2$ .

## El sistema bancario y la financiación al sector privado

Como ya se expuso en el boletín anterior, aun cuando la posición neta del sistema respecto al Banco de España registró en julio un aumento importante, se apreciaban ya signos de moderación, relacionados especialmente con el menor aumento de los activos exteriores del Banco. En el mes de agosto, según lo expuesto en el epígrafe anterior, se produjo una fuerte reducción de la posición neta del sistema respecto al Banco de España, y ello, según cifras desestacionalizadas, tuvo lugar tanto en términos de saldos medios mensuales como en cifras de fin de mes.

## 2. Sistema bancario (Ø, \*)



Como consecuencia del incremento de la posición neta respecto al Banco de España, durante el mes de julio la tasa de avance de los activos netos del sistema bancario se situó por debajo de la correspondiente a los depósitos del público. La evolución registrada por otras cuentas diversas y el avance más lento de la posición exterior neta de las entidades bancarias, contribuyeron, entre otros, a que la tasa de avance del crédito al sector privado, durante el mes de julio, fuese aún menor. La adquisición de valores industriales prosiguió a un ritmo que, en promedio, resulta notablemente menor que el registrado durante el pasado año. En relación con las fuentes de recursos bancarios, prosigue la reducción de los bonos de caja en poder del público, que durante el presente año han descendido a un ritmo bastante regular, situado, en promedio, cerca de 1 m.m. por mes.

El crédito del sistema crediticio al sector privado creció durante el mes de julio a un ritmo del 11,5 %, tras haberlo hecho en junio al 26,3 %. La tasa correspondiente al período mayo-junio-julio se elevó a un

16,9 %, lo que supone un aumento importante del ritmo de avance del crédito en relación a periodos precedentes.

Por instituciones, debe reseñarse el bajo ritmo de expansión del crédito de las cajas al sector privado, que, durante el mes de julio, se situó en un 4,8 %, frente a 13,3 % la banca privada y 13,4 % el crédito oficial. El lento avance de las cajas de ahorro no se debió, como en el mes de junio, a un aumento de las operaciones acogidas a las circulares núm. 167 a la banca y núm. 47 a las cajas, ya comentadas en el anterior boletín. La diferencia estuvo relacionada, en el mes de julio, con el fuerte aumento de los depósitos de las cajas en la banca.

El comportamiento de la posición neta del sistema bancario respecto al Banco de España, antes reseñado, permite esperar que, en el mes de agosto, prosiga el crecimiento del crédito del sistema a un ritmo próximo al de los tres últimos meses, a pesar del lento avance de los depósitos del público.

La financiación total neta obtenida directamente por el sector privado en el mercado exterior experimentó en julio, según datos del registro de caja, un incremento de 20 m.m. frente a 14 m.m. en igual mes del año 1978 y a un incremento medio mensual de

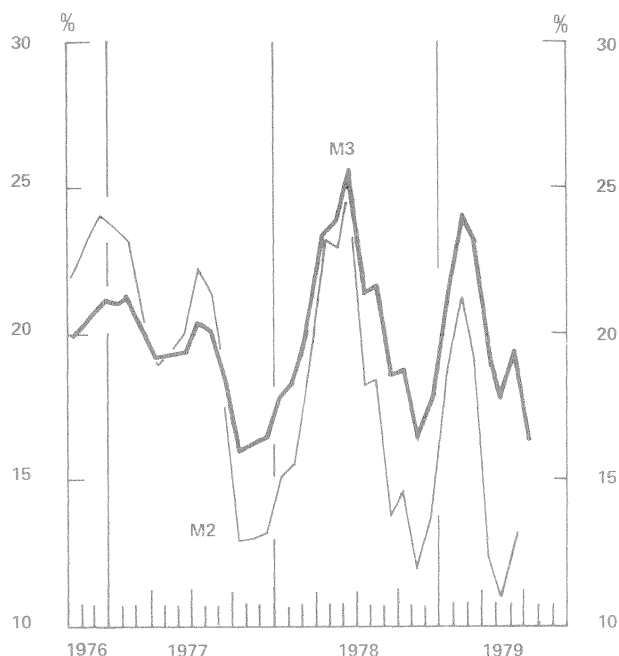
## 4. Depósitos del sistema crediticio (\*)

Datos a fin de mes

	Depósitos totales	Depósitos a la vista	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
<b>1979</b>				
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
MAY	8.357	2.342	2.593	3.422
JUN	8.522	2.388	2.631	3.503
JUL	8.659	2.420	2.675	3.564
	T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub>
<b>1979</b>				
FEB	21,8	19,4	12,3	31,8
MAR	22,6	21,2	15,6	29,3
ABR	17,1	2,5	13,2	32,1
MAY	22,1	21,3	14,2	29,1
JUN	20,9	14,6	17,8	27,8
JUL (a)	(21,1)	(17,5)	(22,4)	(22,7)

(a) Las cifras entre paréntesis corresponden a la T<sub>1</sub>.

### 3. Agregados monetarios: $T_1^3$ (Ø, \*)



20 m.m. durante la primera mitad de 1979 (1). A la financiación obtenida a través del mercado de capitales se hace referencia en un epígrafe posterior, si bien, por dificultades estadísticas, es difícil estimar la cuantía de los fondos proporcionados por los residentes no bancarios.

## La intervención monetaria

Como ya se expuso en el boletín anterior, el débil crecimiento del efectivo en manos del público y el comportamiento expansivo de los sectores público y exterior, aun cuando el de este último fuese relativamente moderado, plantearon grandes dificultades de control, suspendiéndose, como consecuencia, las subastas diarias de créditos desde el último tercio de junio hasta los primeros días de agosto. Y ello a pesar del importante esfuerzo desarrollado por el Banco de España para colocar bonos del Tesoro entre las entidades bancarias, que se tradujo en una elevación notable de los tipos de venta (ver cuadro 8). Así, aun cuando los tipos llegaron a situarse en el 15 % para

(1) La variación absoluta del crédito del sistema crediticio al sector privado, según cifras desestacionalizadas, fue de 67 m.m. en julio de 1979, frente a 66 m.m. en el mismo mes de 1978 y un incremento medio de 88 m.m. durante el primer semestre de 1979 (85 m.m. en 1978).

los treinta días y el 17,75 % para los noventa, los volúmenes de venta fueron inferiores a las amortizaciones.

Como consecuencia de las dificultades de control planteadas, los activos líquidos registraron una fuerte tasa de expansión (31 %) durante el período junio-julio.

La importante actividad recaudatoria de los primeros días de agosto condujo al restablecimiento de la subasta de créditos de regulación, llegando a alcanzar el volumen de préstamos a corto plazo los 113 m.m. el día 10, cuando al inicio de la decena su saldo era cero. La actuación expansiva del sector exterior, el descenso estacional de la demanda de efectivo por parte del público, la reducción del volumen de bonos en circulación y, en fin, la caída de la demanda de activos líquidos, produjeron una fuerte disminución del volumen de préstamos a corto, que, al producirse el aumento estacional del recurso al sector público en los últimos días de agosto, quedaron de nuevo reducidos a cero. Con todo, como consecuencia de la reducción de la demanda de activos líquidos durante la segunda mitad del mes, la oferta de activos líquidos se situó por debajo de las cifras previstas, lo que, junto con el elevado nivel alcanzado en los meses precedentes, dio lugar a una fuerte reducción de la tasa de avance mensual (4,6 %). Para periodos más

### 5. Crédito al sector privado (\*)

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de ahorro	Crédito oficial
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
<b>1979</b>				
FEB	7.442	5.340	1.484	614
MAR	7.523	5.384	1.510	625
ABR	7.552	5.381	1.530	637
MAY	7.633	5.445	1.535	648
JUN	7.782	5.577	1.538	662
JUL	7.853	5.635	1.544	669
	$T_1^3$	$T_1^3$	$T_1^3$	$T_1^3$
<b>1979</b>				
FEB	15,8	14,7	16,9	22,5
MAR	13,7	11,9	17,4	21,3
ABR	10,7	8,2	14,4	24,1
MAY	14,6	15,3	7,6	26,4
JUN	16,9	21,2	3,8	22,2
JUL (a)	(11,5)	(13,3)	(4,8)	(13,4)

(a) Las cifras entre paréntesis corresponden a la  $T_1^3$ .

amplios puede apreciarse (ver gráfico 2), sin embargo, cómo el ritmo de expansión de los activos líquidos, corregidos de modificaciones del coeficiente legal de caja y desestacionalizados, resulta bastante semejante a la tasa de avance de los depósitos del sistema bancario, aun cuando con cierto desplazamiento temporal.

A pesar del comportamiento mostrado por el conjunto de los factores autónomos en el primer tercio del mes de agosto, que, como ya se ha indicado, permitió el mantenimiento de un volumen muy elevado de préstamos de regulación, el Banco de España mantuvo los tipos de venta de los bonos del Tesoro alcanzados a finales de julio. Las razones primordiales de este comportamiento fueron las predicciones disponibles sobre evolución futura de los factores autónomos. De acuerdo con aquellas, se esperaba perder el control de la oferta de activos líquidos durante los últimos días de agosto, situación que se prolongaría hasta finales de año. Por otro lado, la información disponible durante la primera mitad del mes de agosto señalaba la existencia de un proceso de rápida expansión bancaria, que podía apoyarse en el importante exceso de demanda registrado en el mercado de crédito. La pérdida de control de la oferta de crédito del Banco de España podía comportar, en esas condiciones, una fuerte aceleración del crecimiento de las magnitudes monetarias en un momento extraordinariamente delicado para la formación de expectativas inflacionistas, y podía incidir igualmente sobre la evolución de la balanza de pagos. A pesar de todo, las entidades bancarias sólo realizaron compras de bonos de menor cuantía, con lo que, a lo largo del mes de agosto, continuó el descenso del volumen en circulación de los mismos. En los últimos días del mes, como era esperado, se suspendieron las subastas de crédito. Para entonces ya disponía el Banco de España de información acerca de la desaceleración registrada en el proceso de expansión bancaria, pero, por las razones antes expuestas, se suponía que aquella sería puramente transitoria y que en la segunda mitad de septiembre se retornaría a ritmos más elevados. Por otro lado, la pérdida de control prevista se extendía a un período de varios meses. Se pretendía, pues, evitar la formación, primero, de fuertes excedentes de liquidez, con el consiguiente descenso de los tipos de interés hasta niveles extraordinariamente bajos, los cuales estimularían posteriormente un proceso de expansión excesiva que acabaría generando fuertes elevaciones de tipos. Así pues, para mantener el control regular de los activos líquidos y evitar fluctuaciones indeseables en los mercados monetarios, se elevó de nuevo, a finales de agosto, el tipo de venta de los bonos del Tesoro situándose en 18 % el tipo de los bonos a noventa días.

## 6. Banco de España: Creación de activos líquidos (∅)

Variaciones absolutas

	Junio	Julio	Agosto (p)
<b>Activos líquidos computables</b>	<b>10,2</b>	<b>15,5</b>	<b>- 0,2</b>
<b>CONTRAPARTIDAS:</b>			
<b>Efectivo (aumento: -)</b>	<b>-14,1</b>	<b>-66,2</b>	<b>- 0,2</b>
<b>Otros factores autónomos</b>	<b>93,6</b>	<b>115,4</b>	<b>- 90,3</b>
Sector exterior	11,5	9,7	22,9
Sector público	81,3	80,8	-105,3
Otros	0,8	24,9	- 19,1
<b>Autoridad monetaria</b>	<b>-69,3</b>	<b>-33,7</b>	<b>90,3</b>
Créditos al sistema bancario	-81,0	-12,5	79,4
Bonos del Tesoro	17,9	-11,4	21,8
Depósitos remunerados	—	- 3,9	- 6,9
Disponibles no computables	- 6,2	- 5,9	- 4,0

Desde el momento de la elevación de dicho tipo, y ante la eventualidad anunciada de un aumento del depósito obligatorio, se registró un importante flujo de compras por parte de las entidades bancarias y de otras instituciones financieras. El día 15 de septiembre el volumen de bonos en circulación ascendía a 71 m.m., de los cuales 49 m.m. lo eran a tres meses. Parecía evidente, sin embargo, que el tipo de venta de los bonos estaba imponiendo un límite al descenso de los tipos a plazo del mercado interbancario, por lo que se procedió a reducir aquéllos, situando, el día 13 de septiembre, en 12 % el tipo a treinta días y en 16 % el correspondiente a los noventa días.

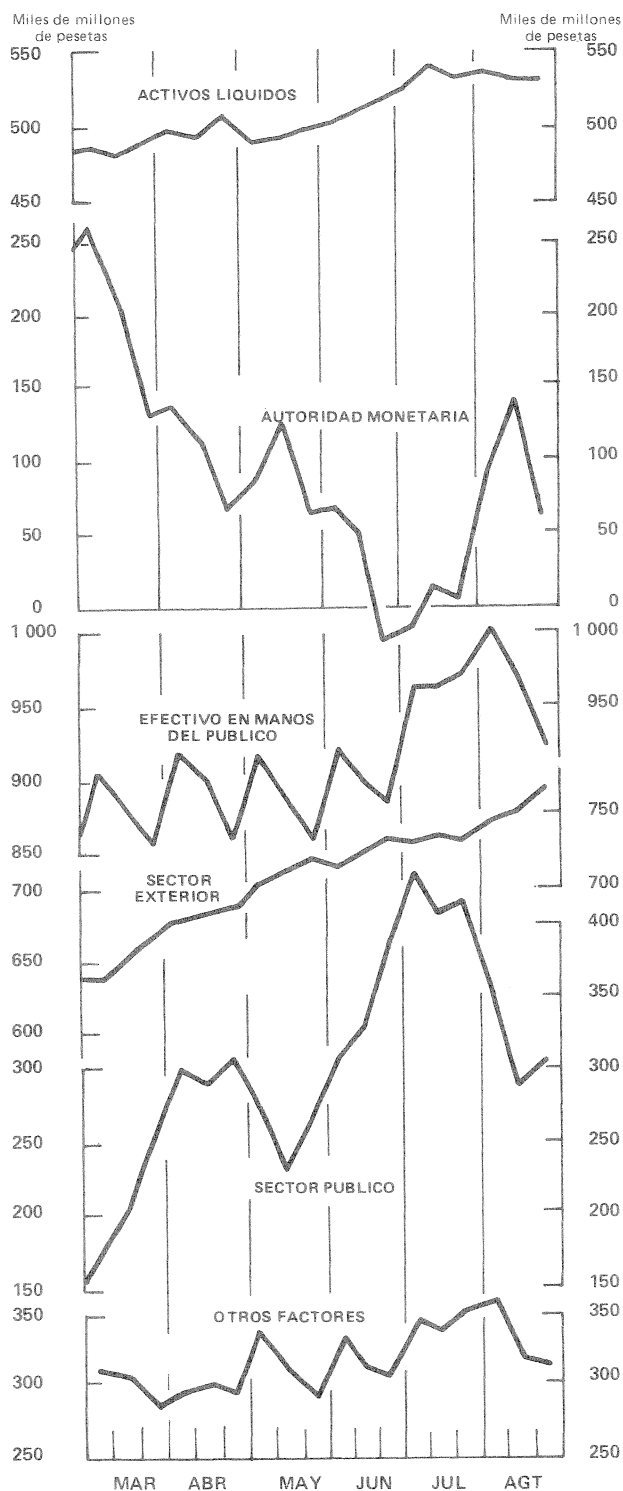
Las operaciones realizadas en la primera decena de septiembre permitieron mantener un volumen de préstamos a corto en torno a los 50 m.m., que contribuyó a conseguir un desarrollo ordenado y estable de la actividad del mercado interbancario, con reducción apreciable del diferencial entre tipos mínimos y máximos.

### Situación de liquidez y mercados monetarios

Los excedentes de caja se mantuvieron durante los meses de julio y agosto en torno al 0,11 %. Dada la acomodación relativa del volumen de activos líquidos a su demanda durante la segunda mitad del mes de agosto, ese nivel podría calificarse como el deseado

#### 4. Activos líquidos

Factores explicativos



#### 7. Excedente de caja legal (Ø)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
<b>1979</b>			
FEB	0,10	0,11	0,08
MAR	0,09	0,09	0,08
ABR	0,11	0,10	0,12
MAY	0,07	0,07	0,08
JUN	0,13	0,11	0,16
1. <sup>a</sup> dec.	0,09	0,10	0,07
2. <sup>a</sup> dec.	0,12	0,13	0,10
3. <sup>a</sup> dec.	0,17	0,11	0,30
JUL	0,11	0,10	0,13
1. <sup>a</sup> dec.	0,13	0,12	0,15
2. <sup>a</sup> dec.	0,07	0,07	0,08
3. <sup>a</sup> dec.	0,13	0,12	0,17
AGO	0,11	0,11	0,11
1. <sup>a</sup> dec.	0,12	0,12	0,11
2. <sup>a</sup> dec.	0,10	0,11	0,08
3. <sup>a</sup> dec.	0,11	0,10	0,13

#### 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	Bonos del Tesoro a un mes
<b>1979</b>						
FEB	9,1	11,2	14,0	8,6	9,6	—
MAR	11,5	12,6	14,7	11,5	12,2	—
ABR	16,4	15,9	19,5	19,2	20,7	14,3
MAY	20,9	21,7	24,6	17,5	20,8	14,9
JUN	9,8	11,3	16,9	10,7	12,5	14,0
1. <sup>a</sup> dec.	14,2	16,4	20,3	12,3	14,7	14,0
2. <sup>a</sup> dec.	10,7	11,9	16,0	9,3	10,6	14,0
2. <sup>a</sup> dec.	5,7	7,4	14,7	...	...	14,0
JUL	13,3	13,9	16,2	...	...	14,6
1. <sup>a</sup> dec.	12,9	13,6	15,9	...	...	14,0
2. <sup>a</sup> dec.	14,4	13,8	16,0	...	...	14,6
3. <sup>a</sup> dec.	12,5	14,2	16,8	...	...	15,0
AGO	15,3	16,3	18,8	13,9	15,8	15,0
1. <sup>a</sup> dec.	18,3	18,0	19,4	16,2	17,8	15,0
2. <sup>a</sup> dec.	15,2	17,1	19,8	12,8	16,1	15,0
3. <sup>a</sup> dec.	12,8	14,3	17,5	11,7	12,5	15,0
SEP						
1. <sup>a</sup> dec.	11,8	13,3	16,6	11,2	12,9	14,9

por las entidades bancarias en las condiciones vigentes. A lo largo del mes de agosto se ha registrado, por otra parte, una aproximación de los niveles mantenidos por cajas y bancos, que prácticamente se han igualado.

Los tipos de interés interbancarios registraron, en la última decena de julio y en la primera del mes de agosto, las tensiones derivadas de la aceleración ex-



perimentada por los depósitos en las decenas precedentes y de la recuperación del control de la oferta de activos líquidos por el Banco de España, alcanzando niveles próximos al 21 %. A partir de la segunda decena, como consecuencia de la reducción de la demanda de activos líquidos relacionada con la desaceleración del proceso de expansión bancaria, los tipos a un día experimentaron un descenso casi continuo, alcanzando en la primera decena de septiembre niveles en torno al 12 %. El descenso de los tipos a un mes fue, sin embargo, más lento como consecuencia, quizás, de las expectativas de medidas de drenaje y, por otro lado, por el freno que a su descenso pudo imponer el tipo de venta de bonos del Tesoro por parte del Banco de España. El diferencial entre los tipos a un mes y a un día se mantuvo relativamente elevado durante la segunda mitad de agosto y el primer tercio del mes de septiembre, cerrándose a partir del momento de la reducción de los tipos de los bonos del Tesoro.

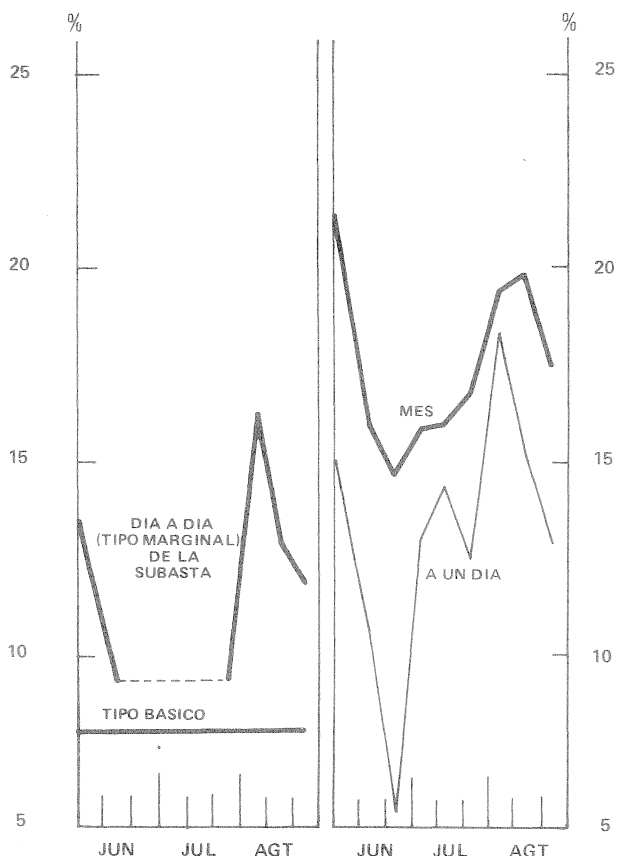
En el mes de agosto el mercado experimentó un nuevo aumento del volumen de transacciones, alcanzando el número medio de operaciones diarias la cifra de 170, con un saldo vivo de 210 m.m., correspondiendo un 85 % a operaciones a plazo.

## 9. Emisiones netas de valores (a)

	Enero-julio		Julio	
	1978	1979	1978	1979
<b>Públicas (a)</b>	<b>105,4</b>	<b>166,8</b>	<b>27,6</b>	<b>39,5</b>
Administración Central (b)	90,4	147,0	21,7	37,7
Cédulas	85,6	107,4	22,1	18,1
Otros	4,8	39,6	-0,4	19,6
INI (a)	12,6	13,0	3,9	2,0
Otros (c)	2,4	6,8	2,0	-0,2
<b>Privadas (con aportación)</b>	<b>152,5</b>	<b>144,8</b>	<b>51,8</b>	<b>37,7</b>
Total renta fija (a)	100,0	62,4	21,7	3,3
Total acciones	52,5	82,4	30,1	34,4
S. financieras (d)	19,2	6,7	7,0	0,3
Acciones	12,7	15,5	5,1	2,0
Bonos	6,5	-8,9	1,9	-1,7
S. no financieras	133,3	138,1	44,8	37,4
Acciones	39,8	66,9	25,0	32,4
Obligaciones (a)	93,5	71,2	19,8	5,0
<b>PRO MEMORIA:</b>				
<b>Privada (sin aportación)</b>	<b>20,6</b>	<b>22,7</b>	<b>13,2</b>	<b>19,5</b>
S. financieras	0,2	4,1	—	4,1
S. no financieras	20,4	18,6	13,2	15,4

- (a) Las emisiones de obligaciones no bancarias y del INI 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.

## 5. Tipos de interés



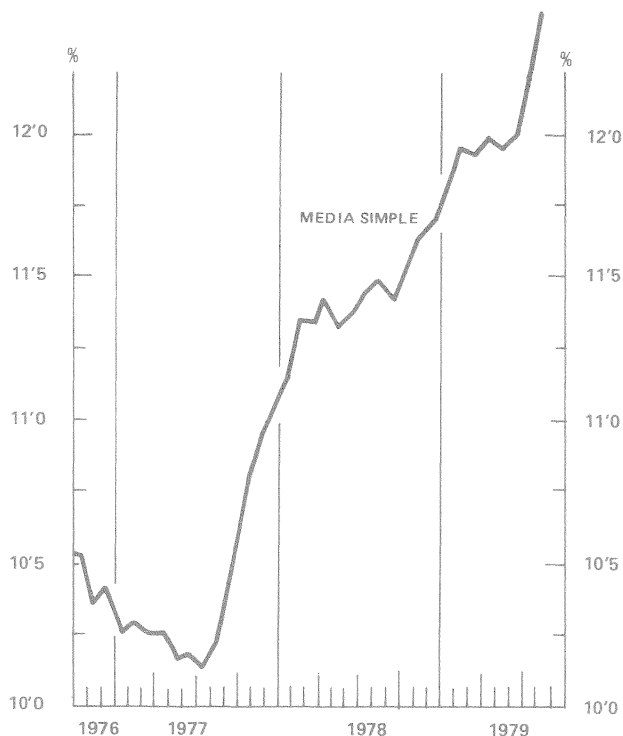
## El mercado de valores

El mes de julio suele presentar una gran actividad en el mercado de emisiones y el de 1979 no fue una excepción a esta característica estacional. En el mismo, las emisiones privadas alcanzaron 37,7 m.m., en su práctica totalidad procedentes de empresas no financieras y casi exclusivamente en títulos de renta variable, ya que, si se conociesen las amortizaciones de obligaciones privadas no bancarias, el flujo neto del mercado de renta fija privada sería con seguridad negativo. Respecto a julio de 1978 hay que señalar una contracción notable (del 27 %) en el recurso del sector privado al mercado; contracción que, como ya sucedió para el primer semestre, fue debida a una disminución de las emisiones de renta fija que no fue compensada por la expansión de las de renta variable.

Por lo que respecta a las emisiones públicas, el mes de julio, con 39,5 m.m., supuso una fuerte expansión

## 6. Rendimiento interno de obligaciones

Con vida media superior a siete años



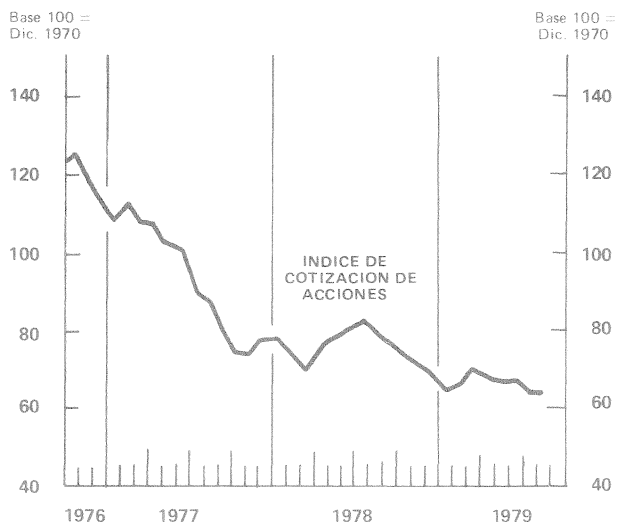
respecto al mismo mes de 1978, incrementando así la diferencia favorable a 1979 acumulada ya en el primer semestre. La causa principal y única del crecimiento en el mes citado del año en curso respecto al del precedente es debida a la emisión de deuda amortizable interior al 12 % y cinco años lanzada por el Estado con fecha 6 de julio, ya que las restantes categorías de emisiones públicas registraron una disminución.

Es previsible que en lo que resta de 1979 la diferencia favorable a dicho año en el volumen de emisiones públicas aumente considerablemente, habida cuenta del importante volumen de emisiones previsto en la Ley de Presupuesto y aún no realizado. Este afecta cuantitativamente sobre todo al Estado, 50 m.m., pero también alcanza con volúmen respetable, 20 m.m., al crédito oficial. Parece, igualmente, que cierto número de corporaciones locales están planeando acudir al mercado de emisiones a captar los recursos que necesitan y que sus fuentes de ingresos corrientes no alcanzan a producir en la cuantía necesaria.

Esta concentración de emisiones en el último trimestre del año puede endurecer las condiciones del mercado. Desde luego, los tipos de interés del mer-

## 7. Cotización de acciones

Datos a fin de mes



cado de emisiones, tanto del primario como del secundario, es de prever que continúen la fuerte subida que muestra el gráfico 6 (rendimiento interno de obligaciones a largo plazo), salvo que esta subida de casi medio punto entre julio y agosto pudiera, de hecho, recoger las expectativas sobre las condiciones del mercado en los meses inmediatos. Desde otro punto de vista, puede plantearse la cuestión de si tan importante demanda de fondos, concentrada en tres meses, no planteará transitoriamente algún tipo de problema, vía cantidades o vía precios, a la política monetaria.

El mercado secundario, que en julio causó un descenso del 3,6 %, lo que desde diciembre de 1978 representa una caída del 5,6 % y mucho mayor desde el máximo a finales de marzo, difícilmente podrá iniciar una recuperación en el futuro inmediato, por más que en agosto se haya mantenido estable. La tendencia a la baja viene alimentada no solamente por la presión de la demanda de fondos en el mercado, sino también por el efecto que sobre los tipos de interés ejercen las subidas de precios y el estancamiento de las perspectivas reales.

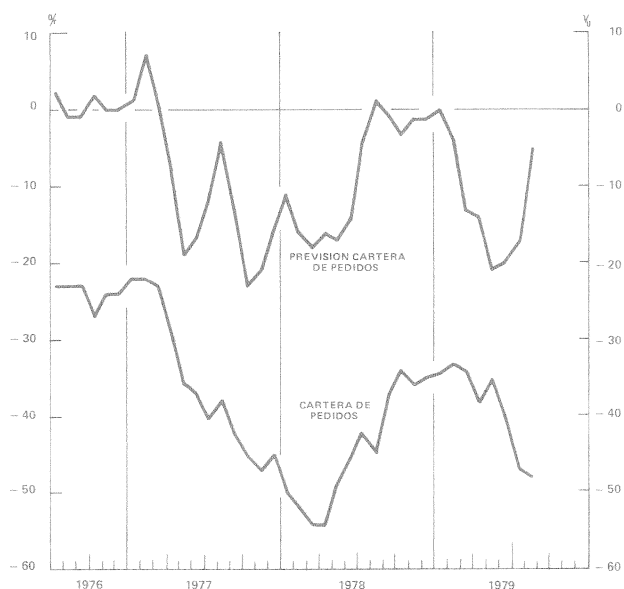
18-IX-1979

# Actividad, empleo y precios

La evolución de la actividad económica en España durante el tercer trimestre de 1979 se ha caracterizado por la presencia de dos fenómenos de signo aparentemente inverso. Así, mientras que por una parte los niveles absolutos de actividad en dicho período o bien permanecieron estancados o retrocedieron respecto del trimestre precedente, las previsiones empresariales respecto de la evolución del sector industrial han mejorado de forma considerable en dichos meses, en particular durante el mes de agosto. De forma similar a lo sucedido en los dos años inmediatamente precedentes, en el presente año, después de haber crecido la producción a una tasa ampliamente positiva en el primer trimestre, ha tenido lugar a continuación una desaceleración en los niveles de actividad y demanda. En el tercer trimestre ha debido persistir el bajo tono general de demanda y de producción del período inmediatamente precedente, pero han mejorado de forma importante las previsiones empresariales, en particular las relativas a la evolución futura de los pedidos y de la producción. El sector de la construcción ha mantenido un bajo nivel de actividad en este último período, junto a unas previsiones negativas, lo que ha contribuido a debilitar más el crecimiento general de la economía.

Las estadísticas de paro registrado indican que esta última magnitud ha continuado creciendo a lo largo de julio-agosto, aunque el ritmo de aumento de los parados registrados en agosto ha sido inferior a las

## 1. Opiniones empresariales: saldos (\*)



variaciones registradas en meses inmediatamente anteriores.

En cuanto a los precios, al importante crecimiento registrado en el mes de julio por el índice de precios de consumo ha seguido un aumento moderado en agosto. El comportamiento de los artículos alimenticios ha contribuido a suavizar de manera importante la evolución general del índice en los últimos meses. En cambio, los artículos no alimenticios han aumentado a un ritmo particularmente intenso en 1979, que ha superado hasta agosto el crecimiento que experimentaron en igual período de 1978.

## Producción y actividad

La información estadística relativa al tercer trimestre de 1979 parece indicar que en dicho período ha tenido lugar un moderado retroceso en el nivel de la actividad económica respecto de la etapa inmediatamente precedente. Durante el segundo trimestre de 1979 se desaceleró el consumo de energía eléctrica, se redujeron los niveles de las carteras de pedidos industriales y aumentaron las existencias de productos terminados. A pesar de la evolución negativa de los indicadores antes citados, en dicho período aumentó el grado de utilización de la capacidad productiva en la industria y también mejoró el empleo en los sectores no agrícolas de la economía. En los meses inmediatamente posteriores se ha confirmado la tendencia negativa ya apuntada en el segundo trimestre. Así, el consumo de energía eléctrica, cuya última información es la correspondiente a la cuarta semana de septiembre, ha descendido en el tercer trimestre a una tasa anual próxima al -2 %, con lo que en los nueve primeros meses del año su aumento ha sido del 6,7 % respecto de 1978. El conjunto de la industria ha experimentado un nuevo retroceso en el nivel de la cartera de pedidos durante los meses de julio y agosto y han aumentado nuevamente las existencias de productos terminados en dicho período. Los resultados de las encuestas correspondientes al sector de la construcción acusan también la presencia de un nuevo descenso en los niveles de actividad en el mismo período, así como también ha debido ejercer un impacto negativo sobre la demanda global el importante descenso experimentado en el total de turistas entrados en los meses de julio y agosto respecto del mismo período del año anterior.

Aunque la información disponible apunta, pues, hacia la presencia de un importante debilitamiento de la actividad económica entre el segundo y tercer trimestre del año, los resultados de las encuestas corres-

## 1. Encuesta de opiniones empresariales: Industria, excluida construcción (\*)

Saldos (a)

	Cartera de pedidos			Previsiones de producción próximos tres meses		
	Total industria	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Total industria	Bienes de consumo	Bienes de inversión
<b>1978</b>						
I TR Ø	-52	-50	-56	-7	-3	-22
II TR Ø	-49	-45	-58	-7	0	-16
III TR Ø	-41	-36	-57	4	13	-11
IV TR Ø	-35	-30	-53	1	5	-16
<b>1979</b>						
I TR Ø	-34	-28	-53	5	6	-2
II TR Ø	-38	-33	-57	-7	-4	-17
<b>1979</b>						
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
JUN	-40	-34	-59	-13	-11	-26
JUL	-47	-44	-64	-8	-8	-13
AGO	-48	-35	-65	11	19	-6

(a) Los saldos representan las diferencias entre porcentajes de respuestas de signo contrario.  
FUENTE: Ministerio de Industria.

pondientes a las previsiones para los próximos meses han experimentado una importante mejoría en los meses de julio y agosto en el sector industrial. Así, frente al descenso experimentado en dichos meses por el nivel de la cartera de pedidos en la industria, las previsiones empresariales respecto de la evolución futura de dichos pedidos han mejorado sustancialmente en los meses de julio y agosto, como lo indica el que, frente a un saldo negativo de -21 (1) en el mes de mayo, dicho saldo ha sido de -5 en el mes de agosto. El aumento de las previsiones de producción para los próximos tres meses ha sido importante en agosto, puesto que en este mes el porcentaje de empresas que esperan un aumento en su producción ha superado al de las que prevén un descenso de la misma. Estos aumentos en las previsiones pueden ser una consecuencia del muy bajo nivel alcanzado en los valores reales de dichas variables, pero no dejan de suponer un importante cambio respecto de la tendencia que dichos indicadores presentaron en los meses

(1) Diferencia entre el porcentaje de empresas que prevén un aumento de los pedidos y el correspondiente a las que esperan una disminución de los mismos.

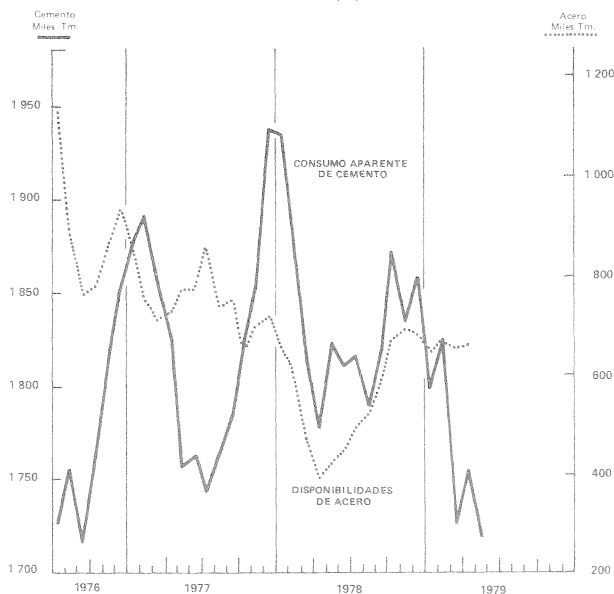
inmediatamente anteriores. Sin embargo, en el sector de la construcción las previsiones sobre la actividad continúan siendo profundamente negativas, aunque el nivel de contratación ha mejorado respecto de los muy bajos niveles alcanzados en el segundo trimestre del año.

La información derivada de las previsiones indica, a la vista de la experiencia histórica en el comportamiento de dichos indicadores, que en el último trimestre del año puede producirse una mejoría en los niveles de demanda y actividad en el sector industrial, a pesar de que los mayores niveles de existencias de productos terminados, que han superado en julio y agosto a los existentes al comienzo del año, no favorecerán el que la recuperación citada sea lo suficientemente intensa como para cambiar profundamente la situación industrial a fines de año.

## Demanda

Los resultados de las encuestas de opiniones del mes de agosto indican que en dicho mes han mejorado sustancialmente los resultados correspondientes a las industrias de bienes de consumo. El nivel de la cartera de pedidos de dichas industrias ha aumentado en nueve puntos en dicho mes y las previsiones sobre la evolución de dicha variable han presentado un va-

## 2. Consumo aparente cemento y disponibilidades acero (\*)



lor positivo, lo que supone un comportamiento reciente claramente más favorable en las industrias de bienes de consumo que en el resto de la industria. Las previsiones de producción en el sector de bienes de consumo han mejorado también de forma importante respecto de los tres meses precedentes. La matriculación de automóviles ha mantenido en julio y agosto la mejoría ya apuntada en el segundo trimestre, aunque el total de matriculaciones registradas entre enero y agosto de 1979 es todavía inferior en un 5,4 % a las realizadas en el mismo período de 1978.

### 2. Demanda y actividad interior: $T_3^3$ (\*) (a)

	Matriculación de automóviles	Consumo aparente de acero	Consumo aparente de cemento	Consumo de energía eléctrica
<b>1978</b>				
I TR Ø	24,2	-42,1	5,0	10,3
II TR Ø	32,0	-77,5	-10,6	8,9
III TR Ø	35,8	149,1	-7,4	0,3
IV TR Ø	-2,7	193,8	10,4	4,9
<b>1979</b>				
I TR Ø	-4,8	-14,9	-1,9	18,8
II TR Ø	14,8	...	-21,3	3,4
<b>1979</b>				
ENE	-0,4	84,3	8,6	7,9
FEB	-20,9	-18,9	-14,9	7,9
MAR	-4,8	-14,9	-1,9	18,8
ABR	-50,6	-12,9	-25,4	13,0
MAY	-4,4	-29,6	-9,4	17,2
JUN	14,8	...	-21,3	3,4
JUL	71,6	...	...	6,2
AGO	10,0	...	...	-3,3

(a) Las  $T_3^3$  no están centradas.  
FUENTE: INE, UNESA y UNESID.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, persiste el bajo nivel de demanda y de actividad en las industrias correspondientes. La cartera de pedidos se redujo de nuevo en los meses de julio y agosto y las previsiones, tanto de la producción como de los pedidos, son muy negativas y netamente inferiores a las correspondientes a los restante sectores industriales. Esta negativa evolución de los resultados cualitativos de las encuestas se han visto confirmados por el comportamiento de las matriculaciones de camiones, que descendieron durante los meses de julio y agosto respecto de los meses precedentes y que en el transcurso de los ocho primeros meses de 1979 han aumentado en un 0,7 % sobre los registrados en igual período de 1978.

El descenso continuado del consumo aparente de cemento durante los dos primeros trimestres de 1979 confirma el carácter profundamente deprimido de la

situación de la construcción. En los meses de julio y agosto los resultados de las encuestas no han presentado ninguna mejoría respecto de los bajos niveles alcanzados en el primer semestre, siendo de destacar el hecho de que el subsector de ingeniería civil, que había mantenido una evolución positiva en el segundo trimestre del año, ha experimentado un retroceso en los dos últimos meses para los que se dispone de información. En cuanto a la vivienda, la última información disponible señala que en el segundo trimestre de 1979 aumentó el número de viviendas protegidas iniciadas respecto del trimestre precedente, a pesar de lo cual el total de dichas viviendas protegidas iniciadas entre enero y junio de 1979 descendió en un 24,4 % sobre la cifra correspondiente de 1978. Los créditos-vivienda proporcionados por cajas de ahorros y crédito oficial descendieron en el segundo trimestre del año. Los nuevos préstamos concedidos por dichas instituciones en el primer semestre del año ascendieron a 173,6 m.m., que son inferiores en un 5,3 % a los concedidos en el mismo período de 1978. El retraso producido en la aprobación del presupuesto y el bajo ritmo de la inversión pública registrado en los meses de julio y agosto han contribuido a debilitar la situación de la construcción no residencial, lo que

tiene más trascendencia a la vista de la evolución tan deprimida que el conjunto de la construcción presentó en 1978.

La debilidad de la demanda y las dificultades de financiación son los principales factores que impiden un aumento de la producción, según los resultados de las encuestas de la Cámara de Comercio de Barcelona correspondientes a los meses de junio-julio. La primera de dichas causas acrecentó su importancia en dichos meses respecto del nivel alcanzado en el primer semestre de 1979. La cartera de pedidos extranjeros ha presentado niveles muy inferiores en el presente año a los correspondientes a 1978, según resultados de la encuesta citada.

Los porcentajes de utilización de la capacidad productiva en la industria fueron netamente inferiores en empresas con menos de 200 obreros a los correspondientes a empresas con plantillas superiores a dicha cifra, según los resultados de la encuesta del Ministerio de Industria en el segundo trimestre de 1979. Las dificultades de financiación y tesorería afectaron más al primer grupo de empresas que al segundo, según dicha encuesta.

### 3. Encuesta de opiniones empresariales: Construcción (\*)

Saldos

	Ritmo de actividad					Previsión ritmo de actividad	Contra- tación total
	Total	Constru- ciones indus- triales	Vivien- da	Inge- niería civil	Servi- cios		
<b>1978</b>							
I TR Ø	-18	-34	-12	18	-16	-18	-33
II TR Ø	13	11	2	26	9	17	-44
III TR Ø	-11	-13	3	-26	-6	-14	-35
IV TR Ø	2	-7	-2	9	6	-33	-36
<b>1979</b>							
I TR Ø	-23	-35	-13	-24	-23	-6	-33
II TR Ø	-7	-37	-2	8	-14	-11	-53
<b>1979</b>							
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
JUN	-11	-37	-8	11	-31	-18	-50
JUL	-8	-18	-16	-7	9	-16	-37
AGO	-11	-8	16	-17	-33	-23	-33

FUENTE: Ministerio de Industria.

## Empleo

Los resultados de las Encuestas de Población Activa para el primer semestre de 1979 fueron más negativos que en el semestre anterior, pero los datos correspondientes al segundo trimestre han supuesto una mejoría respecto de los tres primeros meses del año. En el segundo trimestre descendió la cifra de parados y mejoró el empleo en los sectores no agrícolas de la economía, sobre todo en los servicios, aunque continuó aumentando el total de parados registrados.

Durante los meses de julio y agosto ha persistido el crecimiento en el paro registrado, aunque el aumento de agosto fue inferior al de los meses precedentes. En cuanto a los componentes sectoriales del paro, descendió en agosto el paro registrado en la agricultura y en los jóvenes sin empleo anterior, aumentando, por el contrario, en los restantes sectores. En el mismo mes destacó el importante crecimiento que tuvo lugar en el número de parados en la construcción, que aumentó en un 3,3 %, mientras que el total de parados registrados creció sólo en un 1,5 %. Sin embargo, en la evolución del paro registrado por componentes entre agosto de 1979 y diciembre de 1978 el mayor aumento correspondió a los parados sin empleo anterior, seguido a gran distancia de la industria, cons-

trucción, agricultura y servicios. El aumento del paro en la industria, 17,3 %, a lo largo del año constituye, sin duda, una señal importante del comportamiento negativo del empleo y la actividad en este sector.

#### 4. Empleo y paro

Miles de personas y porcentajes

Encuesta de población activa							
	Ocupados en sentido estricto	Parados		Porcentaje de parados sobre activos		Paro registrado (*)	
		Original	Desestacionalizado	Original	Desestacionalizado		
<b>1978</b>							
I TR Ø	12.196	930	917	7,0	6,9	712	
II TR Ø	12.087	937	983	7,1	7,5	791	
III TR Ø	12.029	1.014	1.014	7,7	7,7	867	
IV TR Ø	11.971	1.083	1.051	8,2	8,0	910	
<b>1979</b>							
I TR Ø	11.852	1.140	1.122	8,7	8,6	912	
II TR Ø	11.802	1.128	1.182	8,7	9,0	1.018	
<b>1978</b>							
DIC	...	...	...	...	...	905	
<b>1979</b>							
ENE	...	...	...	...	...	892	
FEB	...	...	...	...	...	905	
MAR	...	...	...	...	...	939	
ABR	...	...	...	...	...	985	
MAY	...	...	...	...	...	1.011	
JUN	...	...	...	...	...	1.058	
JUL	...	...	...	...	...	1.084	
AGO	...	...	...	...	...	1.100	

FUENTE: INE y Ministerio de Trabajo.

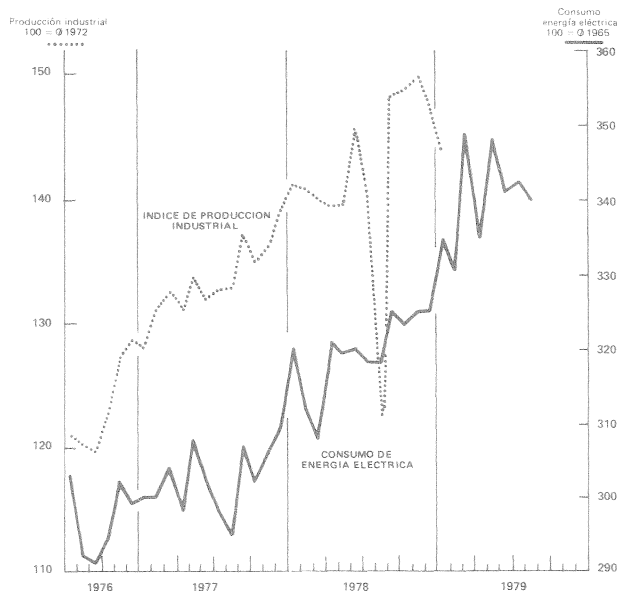
#### Precios

El índice de precios al consumo creció hasta el pasado mes de agosto, última cifra disponible, un 10,8 %, reflejando un comportamiento más dinámico en el componente no alimenticio, cuya tasa de aumento en dichas fechas fue del 13,2 %, frente a un 6,9 % en los alimentos. Los últimos datos mensuales aparecidos desde la publicación del anterior Boletín Económico, correspondientes a julio y agosto, registraron en la serie desestacionalizada las tasas intermensuales de crecimiento máxima y mínima, respectivamente, en lo que va de año, con un aumento anual del 23,1 % en julio respecto de junio y un 6,4 % en agosto respecto del mes precedente.

Aunque la cifra global de aumento del índice general en los ocho meses fue, sin duda, importante, evidenciando las mayores tensiones que el proceso inflacionista español viene reflejando en los últimos meses, lo cierto es que el último dato, correspondiente a agosto, supuso una nueva moderación del ritmo de crecimiento de los precios tras las fuertes tensiones del mes de julio, que recogían en buena parte la incidencia de las medidas de ajuste de precios del gobierno, especialmente la subida del precio de los combustibles. Cabría pensar así que la moderada cifra de agosto indica que las repercusiones inflacionistas de las medidas gubernamentales dejaron sentir la mayor parte de su peso en julio, en cuyo caso los últimos cinco meses del año podrían situar de nuevo el ritmo inflacionista español en cotas más optimistas.

En la evolución de los precios al consumo por componentes cabe destacar el hecho peculiar de la mayor irregularidad en el comportamiento mensual del no alimenticio, cuyo perfil temporal dominó el del índice general, en contraste con el comportamiento habitual de años anteriores, en los que los precios no alimenticios mantenían ritmos de crecimiento sostenidos, frente a fuertes oscilaciones en los precios de los alimentos. En 1979 el componente alimenticio ejerció un efecto estabilizador sobre el índice general, y especialmente en julio y agosto, pese a tratarse de meses habitualmente conflictivos por las tensiones en los precios de las frutas y verduras de temporada. En conjunto,

#### 3. Índice de producción industrial y consumo energía eléctrica (\*)

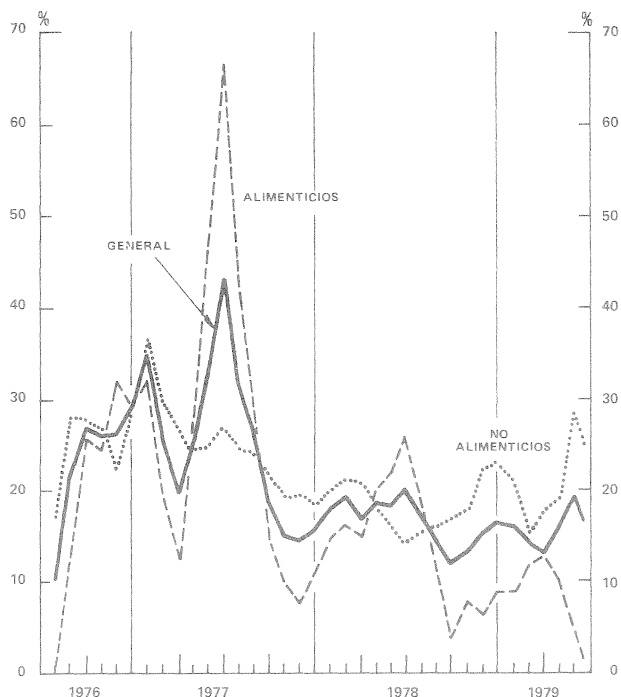


puede decirse que los precios al consumo de los alimentos no reflejaron hasta agosto tensiones especiales, pese a que los precios percibidos por el agricultor sí sufrieron fuertes aceleraciones, irregularmente distribuidas a lo largo del año.

En cuanto a los precios de consumo no alimenticios su irregular desarrollo dificulta la evaluación de sus tendencias básicas a lo largo del año, aunque en conjunto puede afirmarse que su ritmo de crecimiento medio se aceleró en relación al año precedente. Aunque no se dispone todavía de información completa sobre la evolución de los precios por productos, parece que los servicios registraron ritmos de crecimiento superiores a los bienes industriales. Así, las tasas de aumento más elevadas para el conjunto de los ocho meses correspondieron a los subgrupos de «otros gastos», que está constituido básicamente por servicios, y al de «transportes y comunicaciones», que fue sobre el que lógicamente incidieron con más fuerza las medidas gubernamentales de revisión de precios. También la vivienda registró en julio una tasa de crecimiento excepcionalmente elevada, reflejando el encarecimiento correspondiente de los costes de la construcción. Sin embargo, al igual que en los otros casos, la moderada cifra de agosto parece indicar que el principal impacto de las medidas gubernamentales recayó en el mes de julio.

Los precios al por mayor, que en los dos primeros meses del año evolucionaron de forma favorable, regis-

#### 4. Índice de precios de consumo: $T_i^3$ (\*)



#### 5. Índice de precios de consumo (\*)

Base 100 = 1976

	General		Alimenticios		No alimenticios	
	$T_i^3$	Aumen- to acu- mulado en el año	$T_i^3$	Aumen- to acu- mulado en el año	$T_i^3$	Aumen- to acu- mulado en el año
<b>1978</b>						
AGO	16,7	12,5	17,9	15,3	15,5	10,6
SEP	14,0	13,4	10,9	15,1	15,6	12,3
OCT	11,7	14,2	3,8	14,5	17,0	14,0
NOV	13,2	14,7	7,9	13,0	18,2	15,8
DIC	15,5	16,4	6,4	14,7	22,4	17,7
<b>1979</b>						
ENE	17,9	1,7	8,8	1,0	22,8	2,8
FEB	16,8	2,4	8,6	0,8	20,7	3,5
MAR	14,1	3,5	12,0	1,5	15,3	4,8
ABR	13,1	5,1	12,8	2,6	17,6	6,7
MAY	16,2	6,3	10,2	3,5	19,0	8,1
JUN	19,3	7,2	5,3	3,9	28,7	9,3
JUL	16,5	9,7	1,5	5,6	24,7	12,3
AGO	...	10,8	...	6,9	...	13,2

FUENTE: INE.

trando incluso retrocesos absolutos en el mes de febrero, comenzaron a acelerarse en marzo, tendencia que se agudizó en el mes de abril, en el que registraron una tasa anual de crecimiento superior al 33 % (desestacionalizada) respecto del mes precedente. No obstante, en mayo y junio el índice general moderó de nuevo sensiblemente su ritmo. En los seis primeros meses del año el crecimiento total del índice fue del 4,9 %, netamente por debajo del correspondiente a los precios de consumo y menor también que el registrado por los precios al por mayor en el mismo período del año anterior.

Los precios percibidos por el agricultor mostraron a lo largo de los siete primeros meses del año un perfil irregular, jalonado de bruscas oscilaciones que oscurecen la tendencia de los mismos. No obstante, parece que, como en 1978, mantuvieron ritmos de avance muy por encima de los correspondientes precios al por mayor y precios al consumo. En los seis primeros meses el índice creció un 18,2 %, aunque en el mes de julio retrocedió varios puntos, de forma que para los siete meses el aumento se redujo al 14 %.

El desarrollo negativo del proceso inflacionista español en los últimos meses corre paralelo a la no menos negativa evolución de los precios en el exterior, que



aceleraron más su ritmo de crecimiento en los últimos meses, para los que se dispone de datos. En los países de la O. C. D. E. los precios al consumo crecieron ininterrumpidamente a lo largo del año a tasas intermensuales que hasta el mes de junio oscilaron en torno al 1 %. En julio dicho crecimiento aumentó hasta un 1,2 %, que es la elevación mensual más importante registrada

desde octubre de 1974. Además, y como en el caso de España, la cifra total aparece oscurecida por el comportamiento moderado de los precios de los alimentos, que ocultan las mayores tensiones registradas por los precios no alimenticios, cuya tasa anual de crecimiento se situaba ya en el mes de julio próxima al 15 %.

### 6. Índice de precios de consumo

	Medias anuales		12 meses que acaban en julio	6 meses que aca- ban en julio (a)	Tasas mensuales			
	1977	1978			ABR	MAY	JUN	JUL
España	24,5	19,7	15,7	16,3	1,5	1,1	0,9	2,3
O.C.D.E.-Europa	11,0	9,3	(14,7) (b)	(16,9) (b)	1,0	0,8	1,0	1,5
Total O.C.D.E.	8,7	7,9	10,0	12,9	1,1	1,0	0,9	1,2
CEE	9,6	6,8	9,1	11,5	0,9	0,7	0,8	1,4

FUENTE: O.C.D.E. e INE.

(a) Elevado a tasa anual.

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

4-X-1979

## Sector exterior

Los datos sobre la evolución del comercio exterior en el mes de junio facilitados por la Dirección General de Aduanas han sido de 123,4 m.m. para las importaciones de mercancías y de 104,4 m.m. para las exportaciones. Las cifras acumuladas correspondientes a los seis primeros meses del año, así como sus tasas de crecimiento con respecto a igual período del año anterior, se encuentran recogidas en el cuadro 1. Si los cálculos se hubieran realizado en dólares las tasas anteriores mostrarían valores mucho más elevados, ya que durante la primera mitad de 1979 la peseta se apreció frente al dólar, en relación con el primer semestre de 1978 y utilizando los cambios medios del semestre, en un 18,05 %.

En el cuadro 2 se resume la información sobre el comercio exterior en la primera mitad del año y en los dos semestres precedentes, utilizando ahora cifras corregidas de variaciones estacionales en pesetas de 1970 (1).

Dadas las especiales características de los productos energéticos, el volumen importado constituye la

### 1. Evolución del comercio exterior

	Enero-junio 1978	Enero-junio 1979	% de incremento
<b>Importaciones</b>	<b>733,3</b>	<b>761,8</b>	<b>3,9</b>
Productos energéticos	212,6	194,8	-8,4
Productos no energéticos	520,7	567,0	8,9
Alimentos	113,1	115,9	2,5
Productos sin elaborar e intermedios	212,6	238,3	12,1
Bienes de capital	132,8	141,7	6,7
Bienes de consumo	62,2	71,1	14,3
<b>Exportaciones</b>	<b>501,2</b>	<b>594,1</b>	<b>18,5</b>
Productos energéticos	13,3	10,2	-23,3
Alimentos	105,3	126,7	20,3
Productos sin elaborar e intermedios	155,0	183,8	18,6
Bienes de capital	92,0	117,4	27,6
Bienes de consumo	135,6	156,0	15,0
<b>Saldo comercial</b>	<b>-232,1</b>	<b>-167,7</b>	<b>—</b>

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

(1) Para deflactar los valores en pesetas corrientes se han utilizado los índices de valor unitario elaborados por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano, cuyo último dato disponible en el momento de redactarse este informe hace referencia al mes de mayo del presente año. Debido a esto, la media de los índices en el período enero-mayo se ha tomado como representativa del valor medio del índice en el primer semestre de 1979, lo que confiere a los cálculos de dicho semestre el carácter de provisionales. Es de esperar que el dato de un solo mes no altere de forma sustancial la información del cuadro 2 y que con la misma se pueda tener una idea, siquiera aproximada, de la evolución del comercio exterior en la primera mitad del año actual.

## 2. Evolución del comercio exterior

Cifras desestacionalizadas en pesetas de 1970

	m. m.			% de incremento (a)	
	I SEM	II SEM	I SEM	I SEM	II SEM
	1978	1978	1979 (b)	1979/ 1978 (b)	1979/ 1978 (b)
<b>Importaciones totales</b>	<b>228,1</b>	<b>238,1</b>	<b>254,5</b>	<b>11,6</b>	<b>14,3</b>
Productos no energéticos	195,5	205,2	220,7	12,9	15,7
<b>Exportaciones totales</b>	<b>203,8</b>	<b>200,1</b>	<b>225,2</b>	<b>10,5</b>	<b>26,6</b>

(a) Las tasas del primer semestre de 1979 con respecto al segundo semestre de 1978 se encuentran elevadas a tasa anual.

(b) Cifras estimadas provisionales.

FUENTE: Dirección General de Aduanas y Banco Hispano Americano.

mejor información sobre su evolución real, especialmente si, como ocurre en este caso, los índices de valor unitario tienen carácter provisional. En relación con el primer semestre de 1978, las importaciones de energía, medidas por el tonelaje importado, crecieron en la primera mitad del año en curso un 0,7 %, y un 1,1 % si se comparan con el semestre inmediatamente anterior (1). Debe tenerse en cuenta que si la comparación se realiza considerando sólo las importaciones de productos petrolíferos, capítulos 331 y 332 de la clasificación CUCI del comercio exterior, las tasas anteriores pasan a ser del - 2,7 % y el - 5,3 %, respectivamente. Las diferencias entre unas y otras se deben al fuerte incremento de las importaciones de hullas, cuando la comparación se hace con respecto al mismo período del año anterior, y al incremento en las compras de gas, si la comparación se refiere al semestre precedente.

Las importaciones de productos no energéticos iniciaron en el segundo semestre de 1978, y más concretamente en el cuarto trimestre, un proceso de crecimiento real que, con ciertas irregularidades en algunos meses, ha continuado, incluso acelerándose, a lo largo del primer semestre del presente año. Todos los grupos de productos registraron en el período enero-junio de 1979 tasas de crecimiento real positivas, tanto en su comparación intersemestral como con respecto a igual período del año anterior. En cuanto a

esta última, el grupo de menor crecimiento fue el de bienes de capital, con una tasa del 7 %, consiguiendo los demás grupos tasas comprendidas entre el 13 y el 17 %; con respecto al segundo semestre del año precedente, el grupo con menor tasa de avance fue el de los alimentos, 3 %, y el de mayor el de los bienes de consumo, 37 %, encontrándose el resto con tasas próximas al 16 %.

La apreciación de la peseta, que en términos de posición efectiva frente al mundo fue, utilizando valores medios semestrales, de casi un 14 % entre el primer semestre de 1979 e igual período del año anterior, y de un 7 %, aproximadamente, entre el primer semestre de este año y el último de 1978, ha motivado apreciables descensos en los precios de las importaciones españolas medidos en pesetas. Este abaratamiento relativo de los bienes procedentes del exterior con respecto a los nacionales ha debido suponer, sin duda alguna, un importante estímulo de las importaciones de mercancías, resultando significativo a este respecto el hecho de que el proceso de recuperación de las importaciones se inició a los pocos meses de empezar a apreciarse la peseta en los mercados mundiales; la interrupción de esta apreciación en el mes de mayo y la caída de las importaciones no energéticas en el mes de junio hace que cobren especial significado los valores que registren las importaciones en los meses sucesivos. En cualquier caso, los elevados valores que han alcanzado las tasas reales de las importaciones a lo largo del primer semestre del año 1979 no parece que puedan explicarse, exclusivamente, con la evolución de los precios relativos y que pudiera pensarse en algún estímulo de la demanda interior, aunque éste no se encuentra confirmado por los demás indicadores (1).

Las exportaciones de mercancías iniciaron, tras la depreciación de la peseta en julio de 1977, un período de fuerte crecimiento real que sólo se vio interrumpido durante el tercer trimestre de 1978 para continuar de nuevo con tasas de avance muy elevadas. Este proceso ha continuado a lo largo del primer semestre de 1979, por lo que, como puede verse en el cuadro 2, son muy elevadas tanto la tasa de creci-

(1) De acuerdo con los índices de valor unitario elaborados por el Servicio de Estudios del Banco de Bilbao para el total de las importaciones, el descenso de los precios de importación en pesetas durante el primer semestre de 1979 con respecto a igual período del año anterior fue del 2,2 %, por lo que el aumento real correspondiente se sitúa en un 6,4 %. Este descenso en los precios contrasta con el 6,5 % que, con carácter provisional, se ha utilizado en los comentarios precedentes y pone de relieve, una vez más, la necesidad de una información adecuada sobre los mismos. Podría, quizás, pensarse en una tasa de crecimiento intermedia entre las dos anteriores, lo que dejaría el aumento real de las importaciones durante este período en torno al 8 %.

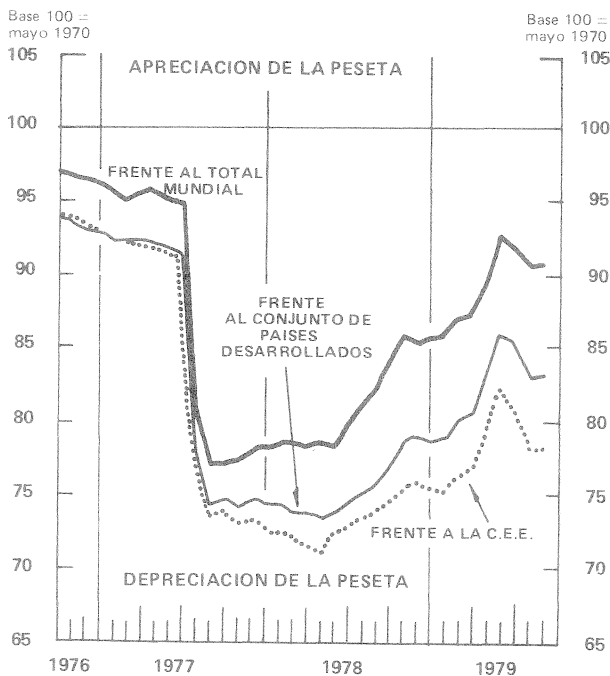
(1) Esta última tasa, como ya se indica en la nota correspondiente del cuadro 2 que se haría con todas las tasas intersemestrales, se encuentra elevada a tasa anual.

miento con respecto al primer semestre de 1978 como la referente al segundo semestre de dicho año (1).

Por grupos de productos destaca el de los bienes de capital, con tasas reales de crecimiento de casi el 30 % con respecto al primer semestre de 1978 y de más del 50 % con respecto al semestre precedente. El resto de los grupos, con la excepción poco importante de los energéticos, alcanzan también valores positivos elevados: 4 % y 24 % los alimentos, 8 % y 18 % los productos sin elaborar e intermedios y 7 % y 21 % los bienes de consumo. Todas ellas cifras aproximadas que hacen referencia a igual período del año anterior y período precedente, respectivamente.

La favorable evolución de las exportaciones a lo largo de los meses transcurridos del año 1979 se ha

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



(1) Parece conveniente señalar que la tasa intersemestral elevada a tasa anual indica cuál sería el crecimiento de las exportaciones reales, diciembre sobre diciembre, si durante el resto del año las exportaciones continuaran creciendo al mismo ritmo del primer semestre. El valor del 26,7 % que aparece en el cuadro 2 puede, por lo tanto, ser compatible con valores medios anuales mucho más reducidos, como ya ocurrió en el año 1978, en el que la tasa de crecimiento del primer semestre con respecto al segundo del año precedente fue de 33,1 % y luego el crecimiento medio anual de 1978, con respecto a 1977, fue mucho más reducido. Es posible que problemas de desesacionalización, difíciles de corregir con los métodos actualmente disponibles, estén afectando a este tipo de comparaciones, que, en cualquier caso, contienen información suficientemente relevante.

obtenido con un comportamiento moderado de los precios de exportación en pesetas, que en relación con el último semestre de 1978, se incrementaron en sólo un 4 %, aproximadamente. Recuérdese que los cálculos anteriores se realizan con cifras provisionales a falta de la información del mes de junio y que, debido a la apreciación de la peseta en los mercados de cambios, la tasa anterior medida en dólares se sitúa en torno al 11 %, ambas tasas sin elevar a nivel anual. Es evidente que los costes de producción de las empresas exportadoras han crecido en la primera mitad del año muy por encima del 4 % estimado anteriormente, por lo que el esfuerzo exportador realizado por dichas empresas ante una demanda interior deprimida continúa siendo muy importante.

### Registro de caja

Como ya se indicó en el Boletín anterior, el saldo de la balanza por cuenta corriente en el primer semestre del año, en términos del registro de caja, fue un déficit de 21 millones de dólares. Prescindiendo, de momento, de la información del mes de julio que aparece recogida en el cuadro 3, con el fin de hacer compatibles las cifras de caja con las facilitadas por la Dirección General de Aduanas, puede hacerse una primera estimación de lo que ha sido la balanza por cuenta corriente en base a transacciones durante la primera mitad del año 1979.

Si la cifra de importaciones de mercancías según Aduanas se reduce en un 5 %, porcentaje muy inferior al que viene resultando todos los años al pasar de datos de Aduanas a datos de balanza de pagos, y la de exportaciones se incrementa en un 2 %, también cantidad muy por debajo de la registrada en años anteriores al elaborar la balanza de transacciones, resulta un déficit comercial en el primer semestre del año actual de sólo 1.700 millones de dólares, aproximadamente. Si a esta cifra se le añaden los superávits según caja para las balanzas de servicios y transferencias, resulta un superávit por cuenta corriente en el período considerado en torno a los 1.000 millones de dólares. Aunque, como se ha indicado, la estimación del déficit comercial ha sido sumamente conservadora, puede también pensarse que el superávit de servicios en términos de transacciones es inferior al contabilizado según caja, debido, entre otras razones, a los diferentes criterios utilizados en los epígrafes de fletes, seguros y gastos de transporte. Teniendo esto en cuenta, la cifra anteriormente estimada podría reducirse en 200 ó 300 millones de dólares, pero continuaría arrojando un valor muy superior al que muestran los datos del registro de caja.

Parece, pues, que se han producido en el primer semestre del año movimientos apreciables de «leads» y «lags» en la balanza comercial que se han centrado, casi en su totalidad, en el renglón de exportaciones, cuyos ingresos por caja han sido muy inferiores a los contabilizados por Aduanas. Este proceso se hizo especialmente relevante en los últimos meses del semestre, ante las expectativas formadas en el mercado de cambio sobre la detención del proceso de revaluación de la peseta.

En la balanza de capitales no se ha producido durante el mes de julio ningún cambio significativo con respecto a la situación analizada en el informe precedente. El extraordinario vigor mostrado por las entradas netas de capital privado a largo plazo ha continuado durante el mes de julio, centrado, de forma especial e igual que en los meses precedentes, en los renglones de inversiones directas y préstamos financieros del exterior. El capital público mostró en julio un saldo positivo de 43 millones de dólares, que no afecta sensiblemente a la evolución fuertemente negativa acumulada en los meses transcurridos de 1979. Las entradas netas de divisas por capital a corto plazo registraron un valor prácticamente nulo en el mes de julio, después de dos meses en el que las cifras posi-

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

Saldos en millones de dólares (a)

	Enero-julio	
	1978	1979
1. Exportaciones	7.299,5	8.933,2
2. Importaciones	9.634,5	12.525,6
3. Balanza mercancias (1 - 2)	-2.335,0	-3.592,4
4. Servicios	1.980,1	2.597,0
De los que: Turismo	2.335,7	2.929,8
5. Transferencias	794,3	830,5
6. Balanza corriente (3 + 4 + 5)	439,4	-164,9
7. Capital a largo plazo	1.781,6	1.588,6
Privado	1.148,9	1.994,5
a) Del exterior en España	1.653,4	2.414,9
Inversiones	563,5	1.032,0
Créditos	1.089,9	1.382,9
b) De España al exterior	-504,5	-420,4
Público	632,7	-405,9
8. Capital a corto plazo	163,4	97,5
9. D.E.G. asignados	—	70,0
10. Instituciones bancarias privadas	-97,1	819,8
11. Variación de reservas centrales	-2.505,0	-2.299,3
12. Errores, omisiones y diferencias de valoración	217,7	-117,8

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

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

Semana del 10 al 14 de septiembre

	Semana del 6 al 10 de agosto de 1979	Ultima semana de 1978	Semana del 12 al 15 de julio de 1977 (b)
Dólar USA	0,05	6,29	31,45
Yen japonés	2,73	21,63	10,33
Franco suizo	-1,35	6,78	-11,17
Marco alemán	-0,91	5,52	4,13
Franco belga	-0,51	7,02	7,28
Florín holandés	-0,78	6,91	6,71
Franco francés	-0,42	7,27	14,31
Libra esterlina	0,71	-2,69	1,72
Lira italiana	-0,62	4,16	21,09

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

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

tivas fueron relativamente importantes, y el saldo de instituciones bancarias privadas, 44 millones de dólares, se ha reducido con respecto al del mes precedente, debido al menor ritmo registrado por los créditos interiores en divisas, que, no obstante, arrojaron un saldo positivo de 139 millones de dólares.

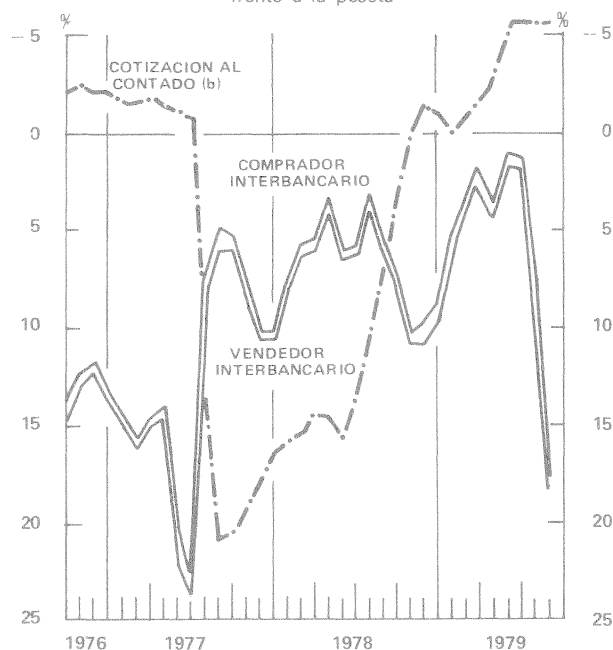
Como consecuencia de todos estos movimientos las reservas centrales netas acumuladas en los siete primeros meses del año fueron de 2.299 millones de dólares, situándose el nivel de las mismas al finalizar el mes de julio en 12.233 millones de dólares.

### Evolución del tipo de cambio de la peseta

Continuando con la tendencia que se inició a principios de mayo de este año, la **cotización al contado** de la peseta mantuvo una evolución paralela a la del dólar USA durante las tres últimas semanas de agosto y la primera mitad de septiembre. Como consecuencia de ello, según puede verse en el cuadro 4, al término de dicho período la peseta se había apreciado con cierta intensidad frente al yen japonés y en menor cuantía respecto de la libra esterlina, perdiendo posiciones, por el contrario, en relación con el franco suizo y las monedas pertenecientes al Sistema Monetario Europeo. El Banco de España intervino con el exceso de oferta de dólares, impidiendo con ello la apreciación de la peseta respecto de la divisa ameri-

## 2. Cotización plazo de la peseta (Ø)

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



tipo de cambio de la peseta iniciado en los primeros días de agosto. Esta apreciación del valor a plazo de nuestra moneda, que sucede a la rápida y brusca caída del mes de julio, no se aprecia en el gráfico 2, debido a la utilización de medias mensuales de los datos diarios. Pero con valores medios semanales se puede observar cómo el tipo de cambio a tres meses pasó de 69,15 a 67,83 pesetas/\$ entre la semana terminada el 17 de agosto y la que finalizó el 14 de septiembre, lo que significa una apreciación del 1,9 %. En relación con el tipo de cambio al contado, el descuento a tres meses de la peseta disminuyó desde el 18,7 % en la primera semana citada, hasta el 10,8 en la que cerró el período. El descenso prosiguió durante la semana siguiente, y el día 21, fecha de cierre de este informe, el descuento a tres meses de la peseta era del 6,5 %.

21-IX-1979

cana y contribuyendo a que las reservas de oro y divisas aumentaran durante el mes de agosto en 521,1 millones de dólares, situando su saldo, al final de dicho mes, en 12.909,3 millones de dólares. Para los ocho primeros meses del año dicho incremento se sitúa en 2.893,9 millones de dólares, a los que habrán de sumarse los 200 millones de dólares que han supuesto las compras netas de dólares que por operaciones al contado ha efectuado el Banco de España durante las dos primeras semanas de septiembre.

En términos de posición efectiva, la peseta perdió un 0,15 % frente al total mundial entre el principio y el final del período de referencia; un 0,37 % frente al grupo de países cuyas monedas se cotizan en Madrid, y un 0,45 % frente al Mercado Común. Hay que señalar a este respecto que en las cuatro primeras semanas de agosto los tres índices registraron una apreciación de cierta intensidad (cerca de un 1 % frente al total mundial, un 1,3 % frente a los países desarrollados y un 1,7 % frente a la CEE). Durante la última semana de agosto y las dos primeras de septiembre, por el contrario, se produjo un descenso de la posición efectiva, enlazando con la tendencia a la baja que mantuvo en mayo, junio y julio.

En el **mercado a plazo**, tras una breve interrupción al comienzo del período, continuó la recuperación del

## Los resultados de las entidades de crédito en 1978

El objeto de esta nota es presentar una versión resumida de las cuentas consolidadas de resultados, y de su distribución, de la banca privada y de las cajas de ahorro en 1978 y en los tres años precedentes, como base de comparación para el estudio de aquellas, describiendo y analizando sumariamente sus aspectos principales.

Los beneficios netos de los bancos y las cajas de ahorro ascienden en 1978 a 93.334 millones de pesetas, según las cuentas de pérdidas y ganancias rendidas anualmente por esas entidades al Banco de España. La importancia de la cifra absoluta hace de las entidades de depósito uno de los sectores más saneados de la economía, lo que constituye una garantía importante, y necesaria, para la solvencia general del sistema. Sin embargo, debe apuntarse el estancamiento progresivo que registran los beneficios del sector en los últimos años: frente a un crecimiento del 20 % en 1976, en 1977 y 1978 sólo se registran aumentos del 4,6 y del 1,2 %, respectivamente (1).

De aquel total, 68.280 millones corresponden a la banca privada y 25.054 a las cajas de ahorro (ver cuadro 1). Las tasas de crecimiento de los resultados de ambos grupos de entidades son notablemente similares, y muestran análoga flexión en 1977, con cuasies-tancamiento en 1978. Pasan del 19,2 y 22,3 %, respectivamente, en 1976, al 4,2 y 5,6 % en 1977 y 1,0 y 1,7 % en 1978. En todos esos años el crecimiento de los resultados de las cajas es algo más favorable que el de los bancos.

Esa evolución relativamente negativa se observa también al comparar los resultados con otras magnitudes financieras relevantes, como pueden ser los productos financieros brutos, los recursos propios, los acreedores, o las fuentes normales de financiación (ver cuadro 2). Por ejemplo, los resultados de los bancos, que en 1975 equivalían al 1,46 % de los recursos financieros normales, caen en 1977 al 1,19 % y al 1,01 % en 1978; los de las cajas, partiendo de un nivel algo inferior (1,33 %), toman en 1977 y 1978

---

(1) La elasticidad de las técnicas contables permite un cierto grado de ajuste de las cuentas de resultados. Por otra parte, determinados cambios institucionales recientes pueden haber afectado a la presentación de algunos de los datos aquí utilizados, restando valor a las comparaciones interanuales. Así, debe recordarse la reforma fiscal de 1977/78, con su efecto clarificador sobre los tipos de interés cobrados o pagados, y las recomendaciones del Banco de España en materia de resultados de fines de 1978, con su inmediato impacto sobre la política de saneamientos contables. Sin embargo, el hecho de que el cambio de tendencia de las cuentas de resultados descrito en el texto se inició ya en 1977 sugiere que el efecto de esos factores institucionales no anula al más importante de los factores financieros y económicos de base, lo que da sentido al análisis de los datos presentados.

## 1. Cuenta de resultados de las entidades de crédito

Millones de pesetas

	1978	1977	1976	1975
<b>Banca privada</b>				
1. Productos financieros (a)	801.088	579.778	423.428	338.443
2. Costes financieros	453.842	305.011	216.183	175.805
3. <b>Margen de intermediación</b> (3=1-2)	<b>347.246</b>	<b>274.769</b>	<b>207.245</b>	<b>162.638</b>
4. Otros productos ordinarios (b)	31.683	28.012	20.227	14.094
5. <b>Total productos ordinarios netos</b> (5=3+4)	<b>378.929</b>	<b>302.779</b>	<b>227.472</b>	<b>176.732</b>
6. Gastos de personal	190.213	151.463	108.110	84.161
7. Gastos generales	62.633	52.516	41.182	30.740
8. Amortizaciones	16.424	11.755	9.840	8.323
9. Sanearamiento de créditos (c)	28.652	8.153	4.291	2.717
10. <b>Total gastos ordinarios</b> (10=6 a 9)	<b>297.922</b>	<b>223.887</b>	<b>163.423</b>	<b>125.941</b>
11. <b>Resultados ordinarios netos</b> (11=5-10)	<b>81.007</b>	<b>78.892</b>	<b>64.049</b>	<b>50.791</b>
12. Resultados de la cartera de valores (d)	-18.581	-14.018	1.340	3.877
13. Otros beneficios o quebrantos (neto)	5.854	2.755	-482	-191
14. <b>RESULTADO NETO</b> (14=11 a 13)	<b>68.280</b>	<b>67.629</b>	<b>64.907</b>	<b>54.477</b>
<b>Cajas de ahorro</b>				
1. Productos financieros (a)	241.409	176.635	133.879	104.688
2. Costes financieros	124.732	87.935	66.529	53.318
3. <b>Margen de intermediación</b> (3=1-2)	<b>116.677</b>	<b>88.700</b>	<b>67.350</b>	<b>49.370</b>
4. Otros productos ordinarios (b)	5.352	4.789	3.725	3.314
5. <b>Total productos ordinarios netos</b> (5=3+4)	<b>122.029</b>	<b>93.489</b>	<b>71.075</b>	<b>52.684</b>
6. Gastos de personal	62.380	46.850	32.255	23.891
7. Gastos generales	25.670	17.105	11.955	8.376
8. Amortizaciones	5.240	4.801	3.761	2.537
9. Sanearamiento de créditos (c)	503	481	219	171
10. <b>Total de gastos ordinarios</b> (10=6 a 9)	<b>93.793</b>	<b>69.237</b>	<b>48.190</b>	<b>34.975</b>
11. <b>Resultados ordinarios netos</b> (11=5-10)	<b>28.236</b>	<b>24.252</b>	<b>22.885</b>	<b>17.709</b>
12. Resultados de la cartera de valores (d)	-	52	253	582
13. Otros beneficios o quebrantos (neto)	-3.130	133	-143	357
14. <b>RESULTADO NETO</b> (14=11 a 13)	<b>25.054</b>	<b>24.638</b>	<b>23.324</b>	<b>19.071</b>

- (a) Intereses activos, incluidas comisiones sobre créditos, y dividendos.  
 (b) Otras comisiones (netas) para los bancos; otras comisiones (netas), más productos del Monte de Piedad, inmuebles y atípicas, para las cajas.  
 (c) Amortizaciones y provisiones netas a fondos de insolvencia.  
 (d) Resultados netos por enajenaciones, menos saneamientos de cartera.

## 2. Resultados en porcentajes de algunas magnitudes relevantes

	1978	1977	1976	1975
<b>Banca privada</b>				
Sobre el total de productos financieros	8,52	11,66	15,34	16,11
Sobre los recursos propios (a)	13,60	15,37	17,19	18,31
Sobre los acreedores (a)	1,21	1,44	1,66	1,66
Sobre las fuentes normales de financiación (a) (b)	1,01	1,19	1,41	1,46
<b>Cajas de ahorro</b>				
Sobre el total de productos financieros	10,38	13,95	17,42	18,22
Sobre los recursos propios (c)	26,46	34,49	39,44	39,01
Sobre los acreedores (c)	0,97	1,15	1,33	1,34
Sobre las fuentes normales de financiación (c) (d)	0,96	1,16	1,33	1,34

- (a) Como base de cálculo se toma la media de los doce meses del ejercicio.  
 (b) Comprende recursos propios, acreedores bonos de caja y financiación del Banco de España y de entidades de crédito (con exclusión de bancos españoles).  
 (c) Como base de cálculo se toma la media de los meses de diciembre del ejercicio y anterior.  
 (d) Similar al (b) anterior, pero sin excluir las operaciones intercajas (que tienen poca importancia cuantitativa), por dificultades de elaboración.

prácticamente los mismos valores que los de los bancos (0,96 % en el último año).

Profundizando más en el análisis, esa evolución general resulta de movimientos complejos en los distintos componentes de la cuenta de resultados. El margen de intermediación, o diferencia entre los tipos de interés (en sentido amplio) activos y pasivos, expresado en términos relativos (sobre el total de recursos ordinarios), experimenta un aumento progresivo, que incluso se acelera en los últimos ejercicios. En 1978 supone, para los bancos, un 5,10 % de las inversiones y un 4,46 % para las cajas de ahorro (cuadro 3). Pero los gastos ordinarios también crecen, y en mayor proporción, compensando sobradamente aquel aumento; a ello se unen en 1977 y 1978 quebrantos eventuales o extraordinarios de cartera. Es de notar que a un menor margen de intermediación corresponde, en las cajas, un menor volumen de gastos generales, lo que equipara sus resultados netos relativos con los de la banca.

Dicho de otra forma, el incremento neto de los costes de intermediación, que es general y afecta a todos sus componentes, pero sobre todo a los gastos de



### 3. Cuenta de resultados en porcentaje de las fuentes normales de financiación

	1978	1977	1976	1975
<b>Banca privada</b>				
Productos financieros	11,77	10,11	9,22	9,07
Costes financieros	6,67	5,32	4,71	4,71
Margen de intermediación	5,10	4,79	4,51	4,36
Total productos ordinarios netos	5,57	5,28	4,95	4,74
Gastos ordinarios	4,38	3,90	3,56	3,37
Resultados ordinarios netos	1,19	1,38	1,39	1,37
Resultados extraordinarios	-0,18	-0,19	0,02	0,09
Resultados	1,01	1,19	1,41	1,46
<b>Cajas de ahorro</b>				
Productos financieros	9,23	8,20	7,61	7,35
Costes financieros	4,77	4,08	3,78	3,89
Margen de intermediación	4,46	4,12	3,83	3,46
Total productos ordinarios netos	4,67	4,35	4,04	3,69
Gastos ordinarios	3,59	3,20	2,73	2,45
Resultados ordinarios netos	1,08	1,15	1,31	1,24
Resultados extraordinarios	-0,12	0,01	0,02	0,10
Resultados	0,96	1,16	1,33	1,34

personal (y en 1978 a los saneamientos del crédito bancario), no se ha trasladado en su totalidad a los márgenes de intermediación, siendo absorbido en parte por los beneficios.

El aumento de los márgenes de intermediación resulta de un aumento de los productos financieros mayor que el de los costes financieros en términos absolutos, aunque no en términos relativos, tanto para los bancos como para las cajas. En millones de pesetas, los productos de la banca ascienden en 1978 a 801.088 millones, con un incremento del 38,2 %; los de las cajas, a 241.409 millones, con alza del 36,7 %. Por su parte, los costes financieros de los primeros importan 453.842 millones, con un fortísimo aumento del 48,8 %; los de las segundas, 124.732 millones, con un alza del 41,9 %. En porcentaje de la cartera global de inversiones, los productos de los bancos arrojan un «tipo medio» del 11,8 %, con incremento de 1,7 puntos sobre el del año precedente, mientras que el de las cajas supone un 9,2 %, con aumento de un punto. Sobre la misma base de cálculo, los costes financieros de los bancos dan un «coste medio» del 6,7 %, con aumento de 1,4 puntos; el de las cajas es del 4,8 % y su aumento sólo 0,7 puntos.

La mayor adaptabilidad al alza de los rendimientos de los bancos, resultante de su alto porcentaje de créditos a corto plazo, les ha permitido reforzar su competencia por los fondos, mejorando de modo im-

portante sus remuneraciones. Las cajas, cuyas inversiones tienen una maduración más lenta, y sobre las cuales pesa su cartera de créditos especiales, han tenido que ser también más cautas en la mejora de sus tipos pasivos para mantener el equilibrio de su cuenta de resultados. Eso ha repercutido, naturalmente, en sus cuotas en el mercado de depósitos, que en la segunda mitad de 1978 y primeros meses de 1979 han dejado de crecer, contra lo que era habitual en años anteriores, sin que hayan caído, por otra parte, de modo apreciable. De hecho, gracias a la diferenciación de clientelas o mercados, unos movimientos relativamente fuertes en los diferenciales de intereses pasivos sólo implican que los depósitos de unas entidades crecen unos pocos puntos más o menos que los de las otras, sin llegar a romperse su paralelismo básico.

El cuadro 4 muestra el detalle de las rentabilidades medias de los conceptos básicos integrados en la cartera de inversiones y los costes medios de las fuentes de fondos más importantes, calculados sobre un promedio de los saldos respectivos. Es evidente la aceleración que ha registrado el aumento de esos «tipos medios de interés» (entendiendo el concepto, de

### 4. Rentabilidades y costes medios

En porcentaje de los saldos medios de los conceptos respectivos

	1978	1977	1976	1975
<b>Banca privada</b>				
<b>RENTABILIDAD MEDIA DE:</b>				
Cartera de efectos	13,36	11,26	10,40	10,19
Créditos y préstamos	14,14	12,18	11,23	11,00
Inversiones en entidades de crédito	7,52	6,97	6,85	6,13
Cartera de valores	4,56	3,68	3,64	3,87
<b>COSTE MEDIO DE:</b>				
Depósitos en pesetas	5,67	4,05	3,69	3,91
Depósitos en moneda extranjera	6,34	5,73	6,34	7,55
Bonos de caja	9,89	8,95	8,48	8,59
Redescuento	9,18	7,50	7,16	6,95
Financiación de entidades de crédito y Banco de España	9,88	8,34	7,38	7,28
<b>Cajas de ahorro</b>				
<b>RENTABILIDAD MEDIA DE:</b>				
Créditos y préstamos	11,2	9,9	9,1	8,8
Inversiones en entidades de crédito	13,5	9,1	9,1	8,5
Cartera de valores	8,0	7,3	6,7	6,5
<b>COSTE MEDIO DE:</b>				
Depósitos	4,95	4,22	3,92	4,01

nuevo, en un sentido muy amplio), tanto en el caso de los bancos como en el de las cajas. La rentabilidad media del crédito bancario sube unos dos puntos (hasta el 13,4 ó 14,1 %, según se trate de descuentos o créditos en póliza), y la de los depósitos, 1,6 puntos (hasta el 5,7 %, valor medio cuya importancia se realza al considerar que una masa considerable de cuentas corrientes o de ahorro reciben, después de todo, remuneraciones bajas o prácticamente nulas). Todas las fuentes de fondos típicas de los bancos sufren un encarecimiento considerable, siendo el menor el de los depósitos en moneda extranjera. La rentabilidad del crédito de las cajas sólo aumenta 1,3 puntos (hasta el 11,2 %), pero también es proporcionalmente modesto el aumento del coste financiero de los depósitos, única fuente de recursos ajenos a considerar en su caso, que es de 0,7 puntos (hasta un nivel de poco menos del 5 %).

El descenso de los coeficientes de inversión obligatoria es un factor a recordar, tanto para los bancos como para las cajas, en el alza de los tipos medios del crédito, junto con la elevación de los tipos de los créditos protegidos decidida en julio de 1977; a ello se ha de sumar el aumento efectivo del coste de la financiación libre, quizá sólo en parte revelado en estas cifras. Por otro lado, es de destacar que las cajas se benefician no sólo de una rentabilidad comparativamente alta por su cartera de valores (8,0, con aumento de 0,7 puntos, aumento éste que revela que la rigidez del producto de la cartera es sólo relativa), sino también de la disminución del coeficiente obligatorio de valores, que no se extiende a la banca (cuya rentabilidad, del 4,6 %, registra un interesante aumento de 0,9 puntos, sin considerar aquí los quebrantos por ventas o saneamientos). Análogos cambios de estructura, por desplazamiento hacia los pasivos mejor remunerados, junto con los aumentos de tipos decididos en julio de 1977 para las operaciones sometidas a tipos máximos, y las que han tenido lugar en los tipos libres, subyacen en el aumento del coste medio de los depósitos.

Los gastos de personal del conjunto de las entidades de depósito importan en 1978 poco más de un cuarto de billón de pesetas (252.593 millones), con aumento de 54.280 millones, equivalente al 27,4 % sobre los del año precedente. De ellos, 190.213 corresponden a bancos, con aumento del 25,6 %, y 62.380 a cajas, con incremento del 33,2 %. En el cuadro 5 se muestran estos gastos, así como los restantes de administración, y los beneficios o quebrantos extraordinarios o atípicos, en porcentaje del margen de intermediación. Los gastos de personal equivalen en los dos últimos años casi exactamente a la mitad del margen de intermediación, tanto para bancos

como para cajas; ese capítulo de gastos muestra una tendencia a absorber una parte creciente de aquel margen, pero ese factor tuvo mucha más fuerza en 1977 que en el siguiente ejercicio: en 1978 el incremento del coste de personal fue trasladado al margen de intermediación. El capítulo de gastos generales, que comprende un grupo muy heterogéneo de rúbricas, también muestra una tendencia claramente creciente en las cajas de ahorro, pero no en los bancos. Las amortizaciones suponen una parte muy estable del margen de intermediación y no registran en 1978 una variación sustancial, a pesar de las recomendaciones del Banco de España; su nivel relativo es muy similar para bancos y cajas. Por el contrario, los saneamientos de la cartera de crédito sí muestran un fortísimo incremento en el caso de los bancos (que dedican a esta finalidad 28.652 millones en 1978, frente a 8.153 millones en 1977). Ese incremento extraordinario no es arbitrario ni desfigura indebidamente la valoración de los resultados netos: se debe al indudable aumento del riesgo en los créditos que deriva de la situación general de la coyuntura, y ha sido alentado por el Banco de España, cuyas directrices han movido a los bancos a asignar a los fondos de previsión para fallidos un volumen de recursos sustancialmente mayor que en años anteriores; este

### 5. Gastos de administración y otras partidas de la cuenta de resultados

En porcentaje de los márgenes de intermediación (a)

	1978	1977	1976	1975
<b>Banca privada</b>				
Margen de intermediación	100,0	100,0	100,0	100,0
Personal	50,2	50,0	47,5	47,6
Gastos generales	16,5	17,4	18,0	17,4
Amortizaciones	4,3	3,9	4,3	4,7
Saneamiento de créditos	7,6	2,7	1,9	1,5
Saneamiento de valores y resultados por enajenaciones (b)	4,9	4,6	-0,6	-2,1
Quebrantos o beneficios atípicos (b)	-1,5	-0,9	0,2	0,1
Resto (resultados netos)	18,0	22,3	28,5	30,8
<b>Cajas de ahorro</b>				
Margen de intermediación	100,0	100,0	100,0	100,0
Gastos de personal	51,1	50,1	45,4	45,4
Gastos generales	21,0	18,3	16,8	15,9
Amortizaciones	4,3	5,1	5,3	4,8
Saneamiento de créditos	0,4	0,5	0,3	0,3
Saneamiento de valores y resultados por enajenaciones (b)	0,1	-0,3	-0,8	-1,9
Quebrantos o beneficios atípicos (b)	2,6	-0,1	0,2	-0,7
Resto (resultados netos)	20,5	26,4	32,8	36,2

(a) Incluidos otros productos típicos de la actividad.

(b) Beneficio; signo -.

componente (las asignaciones a fondos de previsión) supone unas dos terceras partes de la cifra de saneamientos que aquí figura; posiblemente, en las entidades con buena gestión una parte de esos fondos no tendrá que ser utilizada para cubrir insolvencias, y constituirá, en última instancia, una reserva adicional. Debe observarse, por otra parte, que como consecuencia de las características muy diferentes de la cartera, y de la clientela, de las cajas, sus saneamientos de créditos son una proporción mucho menor de los márgenes de intermediación, y que esa proporción no ha aumentado en 1978.

Los capítulos de resultados extraordinarios o atípicos muestran en 1978 quebrantos importantes, tanto para los bancos como para cajas. La evolución negativa de la bolsa de valores ha producido, en efecto, en los dos últimos ejercicios quebrantos netos considerables en la banca por enajenación de valores. Las cajas, por su parte, también han sufrido un aumento apreciable en ese capítulo de pérdidas, que anula ya, a diferencia de años anteriores, los beneficios por el mismo concepto; sin embargo, la naturaleza de la cartera de las cajas disminuye el impacto de la situación bursátil sobre su cuenta de resultados. Estas entida-

des soportan en 1978, asimismo, un volumen considerable de gastos extraordinarios, que vienen a incrementar un nivel de gastos ordinarios relativamente elevado.

En porcentaje del margen de intermediación, los resultados de bancos y cajas muestran una evolución negativa, situándose en todo momento los de los primeros por debajo de los de los segundos; en el último ejercicio la diferencia de niveles es imputable al cambio en la política de saneamiento de crédito de los bancos.

El cuadro 6 recoge, finalmente, la distribución de los resultados. El cuadro muestra separadamente los beneficios de las entidades que los tuvieron, los cuales dan lugar a una imputación a impuestos, reservas o dividendos en el caso de los bancos (1), y a impuestos, reservas u obra benéfico-social en el de las cajas, y las pérdidas de las entidades, cuyo resultado neto fue negativo y que, naturalmente, no pudieron imputar nada a esos conceptos. Como puede observarse, el total de pérdidas registra en 1978 un incremento considerable, tanto en bancos como en cajas de ahorro.

## 6. Distribución de los resultados

Millones de pesetas y porcentajes

	1978 (a)		1977		1976		1975	
<b>Banca privada</b>								
1. Impuestos	19.184	26,5	21.166	31,0	20.375	31,4	16.733	30,7
2. Reservas	28.680	39,6	23.861	34,9	25.360	39,1	22.526	41,3
3. Dividendos	24.005	33,2	21.894	32,1	18.629	28,7	14.762	27,0
4. Otros conceptos	515	0,6	1.390 (b)	2,0	543	0,8	543	1,0
5. <b>Beneficios distribuibles</b> (5=1 a 4)	<b>72.384</b>	<b>100,0</b>	<b>68.311</b>	<b>100,0</b>	<b>64.907</b>	<b>100,0</b>	<b>54.567</b>	<b>100,0</b>
6. Pérdidas	4.104		682		—		87	
7. <b>RESULTADOS NETOS</b> (7=5-6)	<b>68.280</b>		<b>67.629</b>		<b>64.907</b>		<b>54.477</b>	
<b>Cajas de ahorro</b>								
1. Impuestos (c)	1.766	6,3	1.955	7,8	2.683	11,4	...	...
2. Reservas	15.424	55,5	13.788	55,2	12.005	51,2	...	...
3. Fondo O.B.S.	10.616	38,2	9.241	37,0	8.769	37,4	...	...
4. <b>Beneficios distribuibles</b> (4=1 a 3)	<b>27.806</b>	<b>100,0</b>	<b>24.984</b>	<b>100,0</b>	<b>23.457</b>	<b>100,0</b>	...	...
5. Pérdidas	2.676		299		76		...	
6. Errores y omisiones	-76		-46		-56		...	
7. <b>RESULTADOS NETOS</b> (7=4 a 6)	<b>25.054</b>		<b>24.639</b>		<b>23.324</b>		<b>19.071</b>	

(a) Estimación.

(b) Figuran 1.200 millones de saneamientos de cartera de valores.

(c) Previsión para impuestos.

(1) Debe observarse que las cifras de la banca para 1978 están estimadas a partir de la información de entidades que representan un 70 % del total.

La distribución de resultados presenta una estructura muy diferente en ambos grupos de entidades. En el caso de los bancos, la regla aproximada viene siendo un tercio para cada capítulo, si bien los dividendos han incrementado su proporción (en un intento de mantener la rentabilidad bursátil del capital a pesar del estancamiento de los resultados netos), pero no a costa de las reservas (que importan en 1978 cerca de un 40 % de los resultados distribuibles), sino a costa de los impuestos, que disminuyen no sólo en cifras relativas, sino incluso en cifras absolutas.

Por el contrario, los impuestos directos son una proporción mucho más modesta de los resultados de las cajas de ahorro, proporción que ha descendido, además, al igual que en la banca, en los últimos dos años. La obra benéfico-social (que desde un punto de vista financiero ocupa en las cajas el lugar de los dividendos de los bancos) supone un 38,2 % de los resultados distribuibles (cinco puntos más que los dividendos bancarios), habiendo aumentado su proporción. Las reservas absorben, finalmente, más de un 55 % de los resultados, porcentaje comparativamente elevado y que se justifica por ser esta la única fuente de recursos propios con que cuentan esas entidades.

29-IX-1979

## El mercado de valores en el primer semestre de 1979

El volumen de fondos canalizados a través de emisiones de valores durante el primer semestre de 1979 ascendió a 234,3 m.m., con incremento del 29,5 % respecto al mismo período del año precedente. Este crecimiento se repartió desigualmente entre emisores y clase de títulos. Las emisiones del sector público aumentaron casi un 64 %, hasta alcanzar 127,3 m.m., debidos en sus nueve décimas partes a la Administración Central. Las emisiones privadas, por el contrario, crecieron menos del 7 %, de 101 a 107 m.m., y experimentaron una fuerte alteración de su reparto entre renta fija y variable. Aquélla, en efecto, registró una disminución intensa, a la que contribuyeron no sólo los bonos de caja de los bancos industriales, sino también, nuevamente, las obligaciones privadas no bancarias. La renta variable creció, por el contrario, hasta alcanzar 48 m.m.; más del doble del volumen de fondos que en el primer semestre de 1978 se canalizaron por estos instrumentos.

Conviene cualificar inmediatamente los datos sobre volumen de fondos implicado en el mercado de valores, sin perjuicio de entrar en más detalles al tratar las emisiones de renta fija. Así pues, hay que distinguir los fondos que fueron captados en un mercado libre y los coactivamente dirigidos por la acción de regulaciones legales hacia la inversión en valores. Estos últimos abarcan todas las emisiones públicas llevadas a cabo en el primer semestre de 1979 y la mayor parte de las emisiones de renta fija privada no bancaria. En conjunto totalizaron 187,4 m.m., frente a 135,9 m.m. en el mismo período de 1978. El resto, las emisiones de acciones y las de bonos de caja y obligaciones no computables para cobertura del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorros, se puede considerar que se negocian en un mercado libre, y en los mismos períodos alcanzaron 47,0 y 47,6 m.m., respectivamente.

Junto a estos datos referentes a cantidades es necesario señalar que en el período de referencia se registró un endurecimiento de las condiciones del mercado, puesto de manifiesto básicamente por el incremento de los tipos de interés y la caída del mercado secundario de valores, especialmente apreciable en el segundo trimestre del año.

### El mercado de renta variable

Como se ha indicado, en el primer semestre de 1979 las emisiones de acciones experimentaron un impulso muy notable desde el punto de vista del volumen de fondos captados en el mercado mediante

## 1. Emisiones netas de valores (a)

	1978	1.º semestre		1.º trimestre		2.º trimestre	
		1978	1979	1978	1979	1978	1979
		<b>Públicas (a)</b>	<b>197,0</b>	<b>77,8</b>	<b>127,3</b>	<b>34,7</b>	<b>95,0</b>
Administración Central (b)	158,1	68,7	109,3	34,1	80,4	34,6	19,9
<i>Cédulas</i>	125,0	63,5	89,3	35,0	65,5	28,5	23,8
<i>Otros</i>	33,1	5,2	20,0	-0,9	23,9	6,7	-3,9
INI (a)	24,9	8,7	11,0	0,1	5,4	8,6	5,6
Otros (c)	14,0	0,4	7,0	0,5	0,2	-0,1	6,8
<b>Privadas (con aportación)</b>	<b>244,0</b>	<b>100,7</b>	<b>107,1</b>	<b>54,6</b>	<b>72,4</b>	<b>46,1</b>	<b>34,7</b>
Total renta fija (a)	131,6	78,3	59,1	46,6	51,1	31,7	8,0
Total acciones	112,3	22,4	48,0	8,0	21,3	14,4	26,7
S. financieras (d)	40,0	12,2	6,4	6,2	-1,8	6,0	8,2
<i>Acciones</i>	27,7	7,6	13,5	3,4	2,2	4,2	11,3
<i>Bonos de caja (e)</i>	12,3	4,6	-7,2	2,8	-4,1	1,8	-3,1
S. no financieras	203,9	88,5	100,7	48,4	74,2	40,1	26,5
<i>Acciones</i>	84,6	14,8	34,5	4,6	19,1	10,2	15,4
<i>Obligaciones (a)</i>	119,3	73,7	66,2	43,8	55,1	29,9	11,1
PRO MEMORIA:							
<b>Privadas (sin aportación)</b>	<b>77,2</b>	<b>7,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>	<b>4,5</b>	<b>2,0</b>
S. financieras	1,0	0,2	—	0,1	—	0,1	—
S. no financieras	76,1	7,2	3,2	2,8	1,2	4,4	2,0

(a) Las emisiones de obligaciones no bancarias y del INI 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.

(e) De bancos industriales.

FUENTE: D.G.P.F., ICO, INI y Banco de España.

estos instrumentos. En el período citado esos fondos ascendieron a 48 m.m., frente a menos de la mitad en el primer semestre de 1978, y correspondieron en sus tres cuartas partes a las sociedades no financieras (ver cuadro 1).

El incremento del volumen de financiación coincidió con una reducción del número total de emisiones, según datos de la Bolsa de Madrid (ver cuadro 2). Ahora bien, fueron las emisiones liberadas y, dentro de éstas, las liberadas en su totalidad, las que acusaron mayor contracción; por el contrario, las emisiones a la par han sido relativamente más numerosas en el primer semestre de 1979 que en el de 1978.

Varios son los factores que han determinado la evolución descrita: en primer lugar, las necesidades financieras de las empresas españolas, que veían endurecerse las condiciones del mercado de renta fija; en segundo lugar, la necesidad para numerosas empresas de reducir la relación de endeudamiento a capitales propios; en tercer lugar, la disminución, seguramente acusada, de las cuentas de regularización y otras reservas, lo que propiciaría, y en algunos casos quizá impondría, el abandono de la práctica de emi-

siones liberadas. Finalmente, algún pequeño efecto estimulante tiene que haber tenido la elevación de cotizaciones experimentada a mediados del semestre, por más que en los meses siguientes los cambios retrocedieran hasta por debajo del nivel al que se inició el año.

## 2. Número de emisiones de acciones realizadas en la Bolsa de Madrid

	A la par	Liberadas			Con prima	Total
		Total	Totalmente	Parcialmente		
1974	141	57	30	27	39	237
1975	163	51	41	10	21	235
1976	75	134	42	92	22	231
1977	32	54	20	34	9	95
1978	27	79	15	64	4	110
1979 (I SEM.)	16	12	1	11	1	29

FUENTE: Bolsa de Madrid y Banco de España.

### 3. Emisiones netas de valores de renta fija (a)

	1.º semestre		2.º trimestre	
	1978	1979	1978	1979
<b>Públicas (a)</b>	<b>77,8</b>	<b>127,3</b>	<b>43,1</b>	<b>32,3</b>
Administración Central (b)	68,7	109,3	34,6	19,9
Cédulas	63,5	89,3	28,5	23,8
Otros	5,2	20,0	6,1	-3,1
INI (a)	8,7	11,0	8,6	5,6
Otros (c)	0,4	7,0	-0,1	6,8
<b>Privadas (a)</b>	<b>78,3</b>	<b>59,1</b>	<b>31,7</b>	<b>8,0</b>
Bonos de caja (e)	4,6	-7,2	1,8	-3,1
Obligaciones (a)	73,7	66,2	29,9	11,1
<b>TOTAL (a)</b>	<b>156,1</b>	<b>186,4</b>	<b>74,8</b>	<b>40,3</b>
ABSORBIDAS:				
Por coeficientes	130,3	187,5	57,8	40,4
Por mercado	25,8	-1,1	17,0	-0,1

- (a) Las emisiones de obligaciones no bancarias y del INI 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.  
 (e) De bancos industriales.

FUENTE: D.G.P.F., ICO, INI y Banco de España.

### Emisiones de renta fija en el primer semestre de 1979

Los fondos netos (1) canalizados por el mercado de renta fija, tanto pública como privada, en el primer semestre de 1979, ascendieron a 186,4 m.m., con una aparente expansión del 19,4 % respecto a los 156,1 m.m. del mismo período de 1978 (cuadro 3). El 68 % de aquella cantidad correspondió a emisiones del sector público, que en sus nueve décimas partes provinieron de la Administración Central. Además, y de ahí el calificar de aparente la expansión del mercado, al menos 187,5 m.m. (todas las cédulas para inversiones y demás emisiones públicas y 60,1 m.m. de emisiones privadas) se colocaron a través de la acción de coeficientes, con lo que el volumen de fondos canalizados por el mercado, en un sentido estricto, resultó ligeramente negativo, con una fuerte contracción respecto al primer semestre de 1978. El flujo negativo del mercado quedaría aún reforzado si fuese posible conocer las amortizaciones de obligaciones privadas no bancarias, si bien buena parte de aquéllas corresponderían a emisiones que en su día circularon por circuito privilegiado.

(1) Los correspondientes a obligaciones privadas no bancarias son brutos.

Desde el punto de vista de financiación del sector privado no bancario sin acceso a los canales privilegiados de financiación, el panorama mejora muy ligeramente, ya que el saldo del mercado libre viene reducido por el flujo negativo neto que tanto en el segundo como en el primer trimestre presentan los bonos de caja de los bancos industriales. No obstante, la exclusión de éstos no elimina la fuerte contracción del mercado en el primer semestre de 1979 respecto al mismo período de 1978.

Queda, pues, claro que en 1979 sólo los mecanismos forzosos de colocación están canalizando fondos hacia el mercado de emisiones de renta fija, y, aun así, las emisiones privadas sufren la disminución de las necesidades de títulos que la paulatina reducción del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorros lleva consigo. Tal disminución se traduce en el práctico estancamiento de las emisiones de obligaciones privadas computables, tal y como se aprecia en el cuadro 4 (columna 3).

La contracción del mercado ha repercutido igualmente en las condiciones de las emisiones, que han experimentado un endurecimiento en los meses transcurridos de 1979 (ver cuadro 5). El medio punto en que el tipo de interés medio ponderado en el primer semestre del año citado superó al del año anterior para el conjunto de las emisiones fue superado por el aumento de los tipos de las obligaciones computables. Las emisiones de empresas eléctricas, en efecto, han pasado de emitir al 12 % neto en 1978 a emitir al 12,65 % en el año actual, sin variar la vida del empréstito: diez años en ambos períodos. La Compañía Telefónica se ha alineado en 1979 con las eléctricas, cuando el año pasado emitió por tres veces, las dos primeras al 11,50 % y al 12 % la tercera.

### 4. Emisiones de obligaciones no bancarias

	1. Eléc- tricas	2. Tele- fónica	3. Total compu- tables (1 + 2)	4. No compu- tables	5. Total gene- ral (3 + 4)	6. Porcen- tajes (34 × × 100)
<b>1978</b>						
I TR	25,4	12,0	37,4	5,7	43,1	86,9
II TR	15,7	5,0	20,7	9,7	30,4	68,1
I SEM	41,1	17,0	58,1	15,4	73,5	79,0
Total año	76,4	22,0	98,4	21,6	120,0	82,0
<b>1979</b>						
I TR	37,0	15,0	52,0	3,1	55,1	94,3
II TR	8,1	—	8,1	3,0	11,1	73,6
I SEM	45,1	15,0	60,1	6,1	66,2	90,8

FUENTE: D.G.P.F. y Banco de España.

## 5. Tipo de interés neto medio ponderado a la emisión (a)

Obligaciones privadas no bancarias

Porcentajes

Años	Periodo de vida en años «t»					Media total
	t ≤ 5	6 ≤ t ≤ 10	11 ≤ t ≤ 15	16 ≤ t ≤ 20	t ≥ 20	
	1971	6,62	8,00	7,66	7,91	
1972	6,00	6,25	7,23	7,35	5,13	7,19
1973	6,08	6,18	7,34	7,44	7,25	7,24
1974	7,18	8,22	7,90	8,19	—	7,95
1975	7,67	8,85	8,78	8,85	—	8,77
1976	8,65	8,75	8,92	6,10	7,6	8,78
1977	11,06	9,52	8,96	9,12	—	9,51
1978	13,24	12,20	11,70	—	—	12,17
1979 (I SEM)	14,08	12,64	12,65	—	—	12,74

(a) Ponderados por el importe nominal emitido.

FUENTE: D.G.P.F. y Banco de España.

La evolución de los tipos exigidos en el mercado secundario concuerda con la indicada del primario, tal y como muestran el gráfico 1 y el cuadro 6. Aquí pone de manifiesto la firme elevación experimentada en los últimos meses en el rendimiento interno de las obligaciones a largo plazo. El cuadro 6 recoge la evolución del rendimiento interno de algunas deudas del Estado, junto con el de obligaciones privadas citadas, y muestra, con la excepción de la deuda al 9,50 %, de 8 de junio de 1978, un crecimiento del rendimiento interno a lo largo del presente año, crecimiento que se acentúa en los meses de julio y de agosto.

La situación de la Bolsa en la renta variable influye en el encarecimiento de la financiación por obligaciones por diversas vías, pero una importante es la limitación de las emisiones convertibles, emitidas, por lo general, a tipo inferior al de las no convertibles.

En resumen, toda la información disponible apunta al estancamiento e incluso reducción de la oferta de fondos en el mercado de renta fija y al consiguiente encarecimiento de los recursos financieros obtenidos en el mismo.

## La colocación de las emisiones

Los esquemas básicos de colocación de las emisiones se mantuvieron durante el primer semestre de 1979. Quizá quepa destacar un mayor papel del resto

## 6. Evolución de los tipos de interés en el mercado secundario (a)

Porcentajes

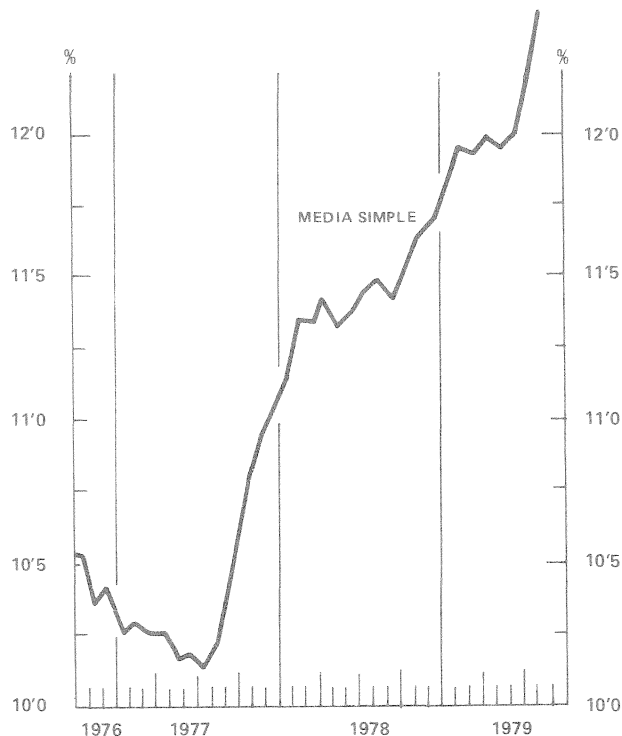
	Rendimiento interno de obligaciones (b) Media simple	Deuda amortizable del Estado		
		10,25 12-1977	9,50 6-1978	10,25 11-1978
<b>1978</b>				
I TR	11,29	10,23	—	—
II TR	11,38	9,84	—	—
III TR	11,47	9,47	8,80	—
IV TR	11,65	10,44	10,26	—
<b>1979</b>				
I TR	11,91	10,62	11,08	10,31
II TR	11,98	10,47	11,67	10,94
JUL	12,20	10,84	10,88	10,49
AGO	12,42	10,97	11,03	10,71

(a) Estos rendimientos de las obligaciones y de la deuda no son directamente comparables. Mientras los de las primeras están calculados a la vida media, los de la segunda lo están al vencimiento final.

(b) Corresponde a una selección de obligaciones cuya vida media en enero del año correspondiente es mayor o igual a ochenta y cuatro meses (siete años).

### 1. Rendimiento interno de obligaciones

Con vida superior a siete años





del mercado en la colocación de la renta fija y variable privadas y la repetición del preponderante papel jugado por el resto del mundo en la absorción de las emisiones de acciones.

Igualmente ha de llamarse la atención sobre el tantas veces señalado carácter residual del resto del mercado y cómo su actuación recoge todos los errores estadísticos sobre la actuación de otros agentes. Lo expuesto queda excepcionalmente ilustrado con la colocación de las acciones en el primer semestre de 1978 (ver cuadro 7), en que los problemas de valoración derivados de la regularización de cartera de la banca hacen aparecer al resto del mercado como vendedor neto de un volumen de acciones a todas luces exagerado, aun cuando el signo de su actuación sea correcto.

Respecto a la colocación de la renta fija ha de decirse que el Banco de España absorbió una cantidad

#### 7. Colocación de las emisiones netas (b)

	1977 (a)	1978 (a)	I semestre	
			1978	1979
<b>EMISIONES PUBLICAS</b>	<b>136,1</b>	<b>180,5</b>	<b>77,8</b>	<b>127,3</b>
Banco de España	100,0	-56,0	8,6	61,1
Banca privada	45,6	144,6	58,9	47,2
Cajas de ahorros	-16,0	63,7	9,7	18,4
Resto del mercado	7,4	28,2	0,6	0,6
<b>EMISIONES PRIVADAS NETAS</b>	<b>222,2</b>	<b>194,4</b>	<b>75,7</b>	<b>82,0</b>
<b>Acciones</b>	<b>89,9</b>	<b>112,1</b>	<b>22,4</b>	<b>48,0</b>
Banca privada	23,4	39,0	33,4	3,9
Cajas de ahorros	0,7	2,9	3,4	0,9
No residentes	23,8	49,8	20,1	31,3
Resto del mercado	42,0	20,4	-34,5	11,9
<b>Obligaciones (b)</b>	<b>108,7</b>	<b>70,0</b>	<b>48,7</b>	<b>41,2</b>
Banca privada	0,6	1,5	1,2	0,3
Cajas de ahorros	102,7	67,7	45,3	25,8
Resto del mercado	5,0	0,8	2,2	15,1
<b>Bonos de caja de bancos industriales</b>	<b>23,6</b>	<b>12,3</b>	<b>4,6</b>	<b>-7,2</b>
Banca privada	2,4	3,7	1,8	0,8
Cajas de ahorros	3,3	6,6	7,7	-2,1
Resto del mercado	17,9	2,0	-4,9	-5,9

(a) El fuerte aumento de la cartera del Banco de España en 1977 y su disminución en 1978 están relacionados con los movimientos de sentido contrario de la cartera de la banca y de las cajas de ahorros, y son debidos a traspasos de cédulas para inversiones desde las carteras de estas entidades a la del Banco de España en 1977, cuando una modificación de la forma de cómputo del coeficiente de fondos públicos de la banca y de cédulas para inversiones de las cajas de ahorros redujo sus necesidades de aquellos títulos. Posteriormente, en 1978, se anuló la modificación, retornándose a la forma de cómputo primitiva, y para su cumplimiento se traspasaron cédulas para inversiones de la cartera del Banco de España a las de la banca y las cajas de ahorros.

(b) Las amortizaciones de obligaciones son estimadas.

muy importante de fondos públicos, concentrada en el mes de enero y encaminada a facilitar los ajustes de cartera de banca y cajas de ahorros derivados de las modificaciones en la forma de cómputo de sus coeficientes de inversión en fondos públicos. Por lo que respecta a la renta fija privada, el cuadro 7 muestra una reducción relativa del papel de las cajas de ahorros en la absorción de obligaciones derivada de la disminución en curso del coeficiente de fondos públicos. La amortización neta de bonos de caja en el periodo comentado ha alcanzado un volumen considerable, 7 m.m., y ha liberado fondos de las cajas y sobre todo de los particulares, siendo seguramente una de las causas de la menor contratación en Bolsa de estos títulos que se comentará más adelante.

#### El mercado secundario

Dentro de la fase depresiva del ciclo a largo plazo, iniciada en 1974, la Bolsa experimentó durante el primer semestre de 1979 un pequeño ciclo, a cuyo cierre el índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid se encontró un 2 % por debajo del nivel de diciembre de 1978 (ver cuadro 8).

Durante los tres primeros meses del año se produjo una mejoría basada en una conjunción favorable de la situación monetaria, de la evolución de los precios y del clima de estabilidad en un sentido amplio. El índice, en esas circunstancias, se elevó cada vez con mayor firmeza, hasta situarse más de un 8 % por encima del nivel de diciembre de 1978. Esta evolución

#### 8. Índice de cotización de acciones

	Índice a junio 1979 (base diciembre 1970 = 100)	Porcentajes	
		Variación (junio sobre diciembre)	
		1978	1979
<b>General</b>	<b>67,0</b>	<b>1,8</b>	<b>- 2,1</b>
Bancos comerciales	118,2	4,2	5,7
Bancos industriales	84,9	5,7	- 6,3
Eléctricas	47,4	- 1,8	- 2,4
Alimentación	37,2	- 6,4	- 4,6
Construcción	65,5	8,2	-12,8
Inversión mobiliaria	55,3	15,0	- 4,0
Mineras y siderometalúrgicas	34,8	1,9	-30,1
Monopolios	48,8	- 4,0	-20,3
Químicas y textiles	46,5	- 2,9	-12,1
Varios	50,6	-12,0	5,6

FUENTE: Bolsa de Madrid y Banco de España.

se quebró en abril, y desde ese momento tanto el índice general como los de grupos iniciaron un descenso de intensidad distinta en cada uno, que se prolongó más allá del término del semestre, y que en dicho momento significó la caída indicada arriba respecto a diciembre de 1978 y del 9,6 % respecto a finales de marzo.

En conjunto, pues, el semestre comentado ofreció una evolución mucho más negativa que el mismo período del año anterior, y, en su segundo trimestre, resultó una continuación del período de fuerte baja que fue todo el segundo semestre de 1978. Observando la evolución sectorial, el cuadro 8 muestra grandes disparidades, cuyos puntos extremos fueron la ganancia de casi 6 puntos del sector bancos comerciales y la pérdida de más de 30 puntos porcentuales de las siderometalúrgicas.

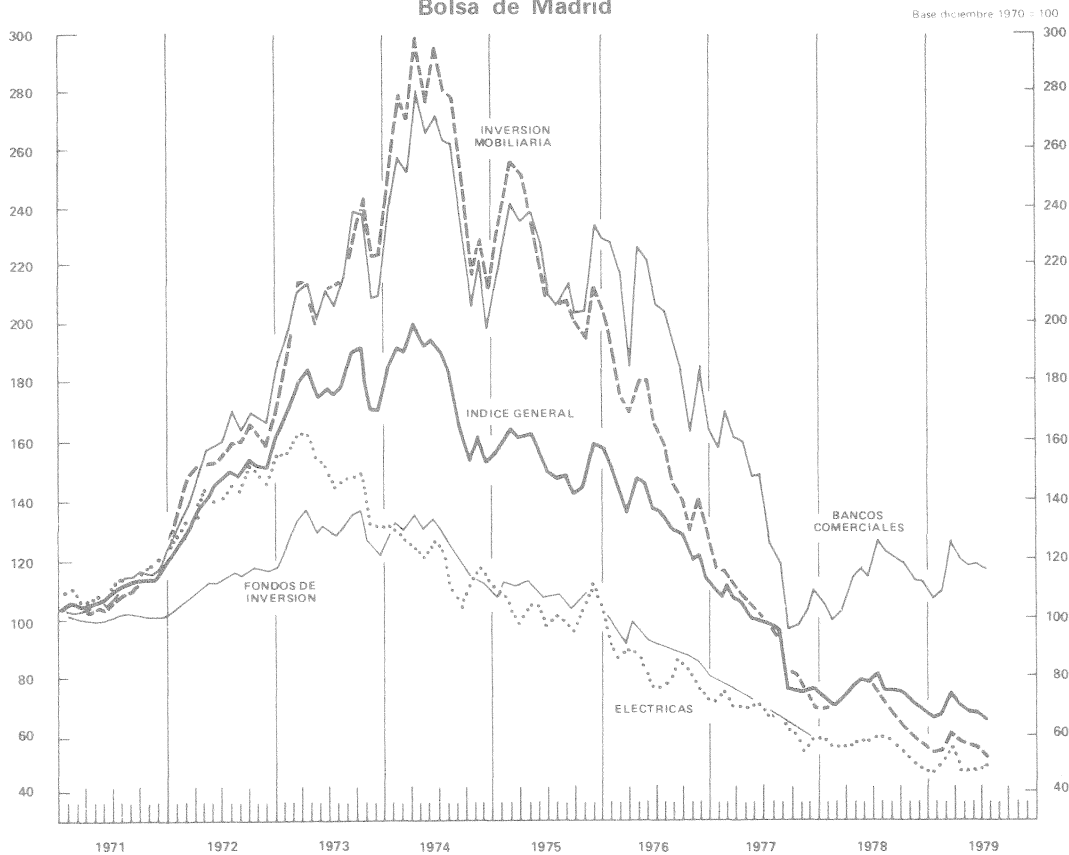
Otros indicadores de la actividad del mercado, como la negociación efectiva, mostraron casi estancamiento en el primer semestre en relación al mismo período de 1978. En este sentido hay que destacar que la causa del estancamiento fue la disminución

experimentada en la negociación de bonos de caja de bancos industriales, lo que, aparte de ser nuevo, en cierto sentido está más relacionado con la inversión en depósitos que con la inversión bursátil en sentido estricto. Puede resultar esperanzador, si se mantiene en meses sucesivos, el incremento observado en la contratación de obligaciones no bancarias, que con 890 millones más que dobló la registrada en el período enero-julio de 1978. El desarrollo del mercado secundario de renta fija privada sería un suceso de importancia mayor en la evolución del sistema financiero español, pero, ciertamente, no se ha producido ningún acontecimiento que augure aquel desarrollo en plazo inmediato.

Las cotizaciones de las obligaciones experimentaron una baja continuada, obedeciendo a la elevación ya descrita de los tipos de interés y reflejada en el rendimiento interno de las obligaciones (ver cuadro 6 y gráfico 1). Parecida evolución (cuadro 6), muy similar en el segundo trimestre y más dispar en el primero, experimentó el rendimiento de las deudas amortizables del Estado destinadas al público.

21-IX-79

## 2. Índices de cotización de acciones Bolsa de Madrid



Circulares del Banco de España

Asunto: modificación de los pasivos computables del coeficiente de inversión

La Orden Ministerial de 5 de septiembre de 1979 determina en su número uno que desde el día 1 de octubre de 1979 dejarán de computarse como recursos ajenos para el cálculo del coeficiente de inversión los saldos que en los balances bancarios luzcan a favor de las Cooperativas de Crédito en su rúbrica 3.7. El número 2 de la misma disposición señala que el Banco de España graduará la aplicación indicada. En su virtud, el Consejo Ejecutivo de este Banco de España ha dispuesto:

La exclusión, a efectos de pasivos computables en el coeficiente de inversión, de los saldos de las Cooperativas de Crédito que luzcan en los balances bancarios en su rúbrica 3.7 del pasivo se llevará a cabo por octavas partes iguales a lo largo de ocho meses consecutivos, comenzando en la declaración correspondiente al 31-10-1979 y finalizando el 31-5-1980.

Así pues, para determinar los pasivos computables de las declaraciones correspondientes (Circular 167 de este Banco de España), además de los Acreedores en pesetas y Bonos de Caja y Obligaciones en circulación, los bancos incluirán:

(Llamando S al saldo de Cooperativas de Crédito, rúbrica 3.7. del pasivo del Balance Confidencial).

Declaración a 31-10-1979, 87,5 % de S a 30-9-1979

Fecha declaración	La menor de las dos cantidades
30-11-1979	75 % de S a 30-9-1979 o S a 31-10-1979
31-12-1979	62,5 % de S a 30-9-1979 o S a 30-11-1979
31- 1-1980	50 % de S a 30-9-1979 o S a 31-12-1979
29- 2-1980	37,5 % de S a 30-9-1979 o S a 31- 1-1980
31- 3-1980	25 % de S a 30-9-1979 o S a 29- 2-1980
30- 4-1980	12,5 % de S a 30-9-1979 o S a 31- 3-1980
31- 5-1980	Excluida la rúbrica.

Lo que comunico a usted para su conocimiento y cumplimiento, rogándole acuse de recibo de esta Circular utilizando el volante que figura al pie de la misma.

Madrid, 25 de septiembre de 1979.  
EL SUBGOBERNADOR,