

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

octubre 1979

Signos utilizados

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

Advertencias

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



Indice

Página

4	Economía internacional
9	La evolución monetaria
19	Actividad, empleo y precio
23	Sector exterior
28	Sector público
33	Circulares del Banco de España
	Circulares a la banca privada
	n.º 176
	Circulares a las cajas de ahorro
	n.º 55
37	Indicadores económicos

Economía internacional

La economía de Estados Unidos inició, tras la profunda recesión de 1974-1975, una fase de fuerte expansión que situó las tasas de crecimiento de su producto nacional bruto en términos reales en un 5,9 % en 1976 y en un 5,3 % en 1977. En 1978 la economía había alcanzado el techo de la plena utilización de sus recursos productivos disponibles: la tasa de paro había descendido desde un 9 % en 1975 hasta situarse ligeramente por debajo del 6 % en 1978 y el porcentaje de utilización de la capacidad productiva en el sector de manufacturas era superior al 85 %. El choque de la demanda con el techo de la capacidad de producción redujo la tasa de crecimiento del producto el pasado año, que aun así presenció un ritmo de aumento del producto nacional real del 4,4 %. Paralelamente, la presión de la demanda sobre la capacidad generó tensiones inflacionistas de intensidad creciente, de modo que el deflactor del producto nacional que había sido del 5,2 % en 1976 y del 6 % en 1977 se situó en un 7,3 % en 1978 y concluyó dicho año y se adentró en 1979 a tasas anuales de crecimiento del orden del 9 %. La balanza de pagos, que había mantenido un déficit del orden de los 14.000 millones de dólares en cuenta corriente durante los años 1977 y 1978, se encontraba, al finalizar el pasado año, en un proceso de franca mejora que se veía, sin embargo, comprometido por la aceleración del proceso inflacionista.

Alcanzando el techo de la plena utilización de los recursos productivos e introducida en el otoño de 1978 una política monetaria de signo más restrictivo que la seguida hasta ese momento, era razonable esperar una desaceleración de la demanda y la actividad a lo largo de 1979 y el desarrollo de una recesión en

1. La economía americana

Evolución trimestral reciente (*)

	1978		1979	
	III	IV	I	II
Producto Nacional Bruto, real (a)	3,5	5,6	1,1	-2,4
Demanda interior, real (a)	3,2	5,8	0,0	-1,4
Saldo exterior (b)	0,3	-0,2	1,2	-1,0
Deflactor general del P. N. B. (a)	7,2	8,7	9,3	9,2
Precios al consumo (a)	8,8	9,1	11,1	13,6
Salario por persona (a)	7,4	9,9	8,2	8,7
Costes unitarios trabajo (a)	6,9	7,9	13,0	10,8
Cantidad de dinero (M ₂) (a)	10,1	7,8	1,8	9,0
Paro (c)	6,0	5,8	5,7	5,7

(a) En tasas anuales.

(b) En % del P. N. B.

(c) En % de la población activa.

FUENTE: O.C.D.E.

la segunda parte de este año y en la primera de 1980, tras tan largo período de expansión.

La esperada desaceleración de la actividad se ha producido efectivamente a lo largo de los dos primeros trimestres de 1979, para los que se dispone ya de información. En el primer trimestre, la tasa anual de crecimiento del producto nacional real fue sólo del 1,1 % y dicha tasa descendió a un -2,4 % en el segundo trimestre. Sin embargo, un conjunto de perturbaciones exógenas han dificultado la apreciación del ritmo al que la economía estaba perdiendo fuerza a lo largo de la primera parte del año y han entorpecido, en consecuencia, el diseño de la política económica por temor a que una actuación más restrictiva agravase una recesión quizá ya iniciada. En efecto, durante los primeros meses del año muchas partes del país fueron profundamente afectadas por unas condiciones meteorológicas especialmente adversas, que afectaron negativamente a muchos sectores productivos y especialmente a la industria de la construcción; y en la primavera, numerosos conflictos laborales, especialmente en el sector del transporte, entorpecieron la actividad en muchas áreas de la economía. Por debajo de estas perturbaciones parecía advertirse un progresivo agotamiento de los gastos de consumo de las familias y una moderación tanto en la inversión en capital productivo fijo como en la construcción de viviendas. Sin embargo, en ningún momento ha estado claro que las ventas al por menor estuvieran notablemente afectadas, y las empresas continuaron acumulando existencias en fuertes volúmenes. Existían, en consecuencia, serias dudas respecto del grado en que las tendencias básicas de la economía estaban señalando ya el inicio de una recesión. Si el punto de inflexión cíclico se había producido ya, resultaría perturbador adoptar medidas restrictivas adicionales. Pero, dadas las altas tasas de inflación existentes, el sostenimiento de un alto ritmo de demanda resultaba peligroso y la persistencia de la expansión sólo podía conducir a una recesión más larga y profunda cuando ésta se iniciase finalmente. Estas eran las dudas en que se debatió la política económica americana a lo largo de la primera parte del año.

La política fiscal siguió, a lo largo del primer semestre, una tendencia moderadora: tanto el gobierno federal como las autoridades estatales y locales tendieron a reducir el ritmo de aumento de los gastos públicos en tanto que la inflación se encargaba de aumentar, automáticamente, el ritmo de percepción de ingresos, con la consiguiente tendencia a la reducción del déficit público. Las autoridades monetarias, por su parte, endurecieron, como ya se ha indicado, su política desde el otoño de 1978 hasta la primavera de

1979, etapa en la que la base monetaria creció a una tasa aproximada del 5 % y la oferta monetaria creció, incluso, a tasas inferiores del orden del 3 %. Sin embargo, a partir del mes de abril, la tasa de crecimiento de la base monetaria se aceleró hasta alcanzar un 10 % y la oferta monetaria se aceleró consiguientemente, hasta situarse en torno a un 12 % en el tercer trimestre del año.

La elevación de los precios del petróleo vino a agravar el proceso inflacionista, hasta el punto de que la tasa anual de inflación en el tercer trimestre del año se situó por encima del 15 %; y esto determinó una revisión al alza de las expectativas inflacionistas del público que vinieron a animar de nuevo las ventas al por menor (en septiembre volvieron a aumentar en un 2,2 %), a intensificar la demanda de viviendas y a estimular el proceso de acumulación de existencias por razones especulativas. De hecho, las previsiones de alza acelerada de los precios se expresaron en una fuerte demanda del crédito que vino a sustentar operaciones especulativas no sólo en los mercados de metales nobles, sino también en los mercados de otras muchas materias primas agrícolas e industriales. Es natural que estas expectativas, apoyadas en una fuerte expansión del crédito y de la cantidad de dinero, condujeran a un debilitamiento del dólar en los mercados de cambios. Y esta debilidad del dólar suscitó una reacción por parte de los países exportadores de petróleo amenazando con una nueva elevación de los precios de los crudos como medio de compensar la pérdida de poder de compra de la moneda americana.

Estas son las circunstancias inmediatas en cuyo contexto la Reserva Federal anunció, el día 6 de octubre de 1979, «un conjunto de actuaciones complementarias encaminadas a asegurar un mejor control sobre la expansión del dinero y del crédito, a reducir los excesos especulativos en los mercados financieros, de cambios y de materias primas y, por tanto, a moderar las fuerzas de la inflación».

Las actuaciones anunciadas fueron las siguientes:

1. Aumento en un 1 % —es decir, del 11 % al 12 %— del tipo de descuento que los bancos de distrito de la Reserva Federal cobran a los bancos miembros cuando éstos acuden a tomar préstamos de aquellos.

2. Establecimiento de un coeficiente marginal de reserva del 8 % sobre los incrementos que se registren en los «pasivos administrados» (*managed liabilities*).

ties) de los bancos miembros y agencias y sucursales de los bancos extranjeros que operan en Estados Unidos. Estos pasivos —que habían venido siendo ampliamente utilizados por dichas instituciones como medio de allegar recursos con los que financiar la expansión del crédito— incluyen depósitos a plazo de elevadas denominaciones, préstamos tomados en el mercado de eurodólares, acuerdos de recompra sobre fondos públicos y fondos federales tomados a préstamo de bancos que no son miembros de la Reserva Federal. Estos coeficientes marginales de reserva se suman a cualesquiera otros que existieran previamente sobre dichos pasivos —por ejemplo, los depósitos a plazo de altas denominaciones (superiores a 100.000 \$) estaban ya sometidos a un coeficiente de reserva del 2 % mas otro coeficiente básico que iba del 1 % al 6 % dependiendo del plazo de vencimiento del depósito.

En el momento de introducir el nuevo coeficiente de reserva marginal se estimaba que los «pasivos administrados» de los bancos miembros de la Reserva Federal alcanzaban unos 240.000 millones de dólares y que habían aumentado en unos 17.000 millones en los tres meses anteriores a la adopción de la medida.

3. Modificación en el método seguido para desarrollar el control monetario a fin de asegurar que el ritmo de expansión de la cantidad de dinero se sitúe dentro de los objetivos fijados por la Reserva Federal. Los objetivos actualmente existentes, y ahora reiterados, para el período comprendido entre los últimos trimestres de 1978 y 1979 son los siguientes: crecimientos situados entre el 1,5 % y el 4,5 % para M_1 , entre el 5 % y el 8 % para M_2 y entre el 6 % y el 9 % para M_3 . La modificación introducida en los métodos de control supone conceder una mayor atención, en las operaciones de control diario, a la regulación cuantitativa de los activos líquidos bancarios y reducir la importancia atribuida hasta ahora a la moderación de las fluctuaciones registradas en el tipo de interés sobre fondos federales. (Esto supone, incidentalmente, acercarse al sistema de control monetario que vienen practicando el Banco Nacional de Suiza y el Banco de España.) El tipo de interés sobre fondos federales es el que los bancos pagan para tomar fondos a muy corto plazo, generalmente por veinticuatro horas, a fin de regular sus posiciones de caja. Hasta ahora, la Reserva Federal, al fijar sus objetivos de intervención monetaria para las semanas inmediatas, establecía unos márgenes estrechos de fluctuación del tipo de interés sobre fondos federales. Esto equivalía a aceptar una acomodación de la demanda ban-

caria de activos líquidos para dicha banda de los tipos de interés en perjuicio de la regulación activa del volumen de activos líquidos facilitados a la banca. Ahora, la Reserva Federal aceptará fluctuaciones más amplias del tipo de interés sobre fondos federales a fin de mejorar y hacer más estricto su control de los activos líquidos bancarios. De este modo tratará de reducir las desviaciones de las tasas efectivas de crecimiento de la cantidad de dinero respecto de los objetivos antes indicados. Esta es, desde luego, la medida de mayor significación e importancia de entre las que componen el conjunto de actuaciones anunciadas por la Reserva Federal.

El conjunto de medidas adoptadas puede tener efectos importantes a corto plazo sobre la demanda y la actividad a través del alza de los tipos de interés y la reducción de la expansión crediticia. El «prime rate» o tipo de interés preferencial de la banca se elevó al 14,5 % tras la adopción de las medidas, ha alcanzado el 15 % veinte días después y aun puede elevarse algo más en las próximas semanas. El alza bursátil basada en el crédito ha dejado paso a un fuerte ajuste a la baja que se ha extendido a numerosos mercados a plazo de materias primas. El encarecimiento de los fondos de préstamo en el mercado hipotecario va a afectar rápidamente a la actividad en el sector de la construcción, y cabe esperar un debilitamiento tanto de la demanda de bienes duraderos como de la demanda de inversión en capital fijo y en formación de existencias. La recesión que ya venía apuntando en meses anteriores va a hacerse más severa como consecuencia de las medidas —aunque Mr. Volcker, presidente del Consejo de la Reserva Federal, ha podido decir, a la vista de las cifras más recientes sobre actividad y demanda (las cifras provisionales para el tercer trimestre señalan un aumento del P.N.B. del 2,4 % a tasa anual), que si bien la recesión había sido «objeto de gran publicidad», era más dudoso que se hubiera ya iniciado—. Mr. Volcker cree que existe base para un «razonable optimismo» sobre el comportamiento de los precios siempre que —subrayó, al prestar reciente testimonio ante el Comité Bancario del Senado— se establezca el coste de la energía, no se renueven los movimientos alcistas en las demandas salariales y el Congreso renuncie al intento de estimular la economía a través de reducciones generales de impuestos. Si se consiguiesen efectos rápidos de reducción de la inflación, el mantenimiento de un control monetario estricto sería compatible, a lo largo de 1979, con una paulatina reducción de los tipos de interés como resultado tanto del descenso de la actividad y de la menor demanda consiguiente de financiación como de la revisión a la baja de las expectativas de alza de los precios.

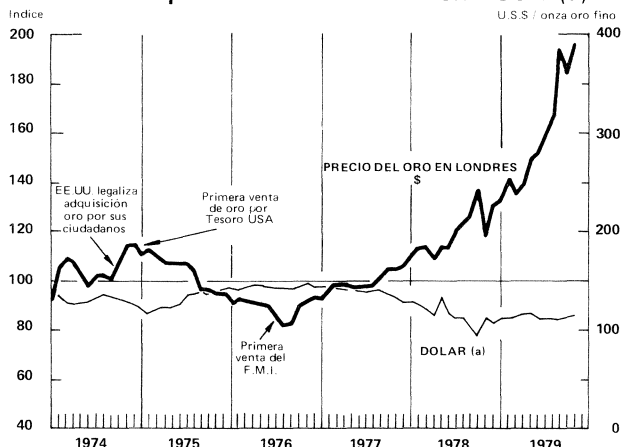
La evolución del dólar

Hasta el pasado mes de junio la divisa americana había registrado una notable recuperación, cuyo origen se sitúa en el conjunto de medidas que la Administración americana adoptó el 1 de noviembre de 1978 para cortar los ataques especulativos que venía registrando el dólar. Entre dicha fecha y la última semana de mayo de 1979 el dólar se apreció aproximadamente un 6,5 % en términos de Derechos Especiales de Giro. Sin embargo, desde los primeros días de junio los mercados registraron un cambio profundo y se vieron dominados por un fuerte nerviosismo generador de un nuevo proceso especulativo centrado, fundamentalmente, en contra del dólar y a favor del marco alemán y el oro.

La posición básica de la divisa americana está sometida a la debilidad resultante de la enorme masa de dólares existente fuera de Estados Unidos —estimada en unos 500.000 millones de dólares—. El dólar representa porcentajes muy elevados de las reservas exteriores de los bancos centrales y de las carteras en manos de los detentadores privados de divisas; porcentajes muy superiores a los deseables de acuerdo con una diversificación racional de los riesgos. Esto otorga al mercado una gran sensibilidad y hace que, al menor síntoma desfavorable para la divisa americana, se produzcan desplazamientos masivos de colocaciones (masivos en términos absolutos, aunque sean pequeños en porcentaje de las carteras correspondientes) buscando posiciones juzgadas más sólidas, como el marco alemán o los metales preciosos. Así, las caídas del dólar tienden a autoalimentarse, al tiempo que generan expectativas de nuevas elevaciones en el precio de los crudos.

1. Precio del oro

Índice de posición efectiva del dólar USA (a)



(a) Índice medio ponderado por el comercio, dic. 1971 = 100. Los últimos datos corresponden a la primera mitad de octubre. FUENTE: «Financial Times» y Banco de España.

El dólar USA cayó, a partir de junio, hasta los niveles históricos más bajos conocidos frente al marco alemán, pese a las ingentes sumas que tanto la Reserva Federal como el Bundesbank y el Banco Nacional de Suiza invirtieron en frenar su caída. Paralelamente, el mercado del oro se vio azotado por una fiebre compradora que hizo subir los precios del metal por encima de los 420 dólares la onza frente a los 233 dólares la onza de finales de 1978. El Sistema Monetario Europeo (S.M.E.), por su parte, registró un re-

2. Cotización al contado de las principales monedas

(Cambios medios correspondientes a la semana del 8 al 12 de octubre)

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto de la media de los días 10-14 sept. 79	Respecto de la última semana de 1978
Dólar USA	1,30	0,07	- 0,13
Yen japonés	293,86	-1,63	-13,81
Franco suizo	2,10	1,33	0,68
Libra esterlina	0,60	-2,52	6,39
Marco alemán	2,33	1,40	2,17
Franco belga	37,59	0,69	- 0,03
Florín holandés	2,58	0,40	- 0,26
Franco francés	5,46	0,86	0,04
Lira italiana	1.075,63	-1,52	0,56
Peseta	86,14	-0,12	6,14

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

	Cotización frente al dólar USA			
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)		
		Respecto de la media de los días 10-14 sept. 79	Respecto de la última semana de 1978	Respecto de los días 30-31 de octubre de 1978
Yen japonés	225,71	-1,62	-14,02	-21,62
Franco suizo	1,62	0,91	0,45	- 8,09
Libra esterlina (b)	2,16	-2,88	6,09	3,16
Marco alemán	1,79	1,17	1,91	- 3,21
Franco belga	28,94	0,38	- 0,30	- 6,25
Florín holandés	1,99	0,01	- 0,49	- 5,56
Franco francés	4,20	0,67	- 0,24	- 4,84
Lira italiana	828,23	-1,84	0,17	- 4,79
Peseta	66,11	-0,10	6,19	2,13

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

(b) En dólares USA por unidad nacional.

crudecimiento de sus tensiones internas como consecuencia de la subida del marco alemán que, a mediados de septiembre, había situado al resto de las monedas participantes en la zona de máxima separación. En consecuencia, al término de la tercera semana de dicho mes, en una reunión de urgencia de los ministros de Hacienda de los países pertenecientes al S. M. E., se acordó la revaluación del marco alemán en un 2 % y la devaluación de la corona danesa en un 3 %. La medida, acordada en frío, ha supuesto un alivio para el S. M. E. dentro de la turbulenta evolución de los mercados de la que dan prueba los 9.500 millones de dólares que aumentaron las reservas germanas en el mes de septiembre. Para consolidar más aún su moneda, el Banco Central belga, que se había negado a que el franco acompañase en la devaluación a la corona danesa, elevó su tipo oficial de descuento en un 1 % hasta el 10 % en la primera semana de octubre. Seis días después el Banco de Italia adoptó una medida semejante elevando su tipo de descuento del 10,5 % al 12 %.

Aun cuando todavía sea un poco prematuro juzgar sus resultados, las disposiciones adoptadas por la Reserva Federal en la segunda semana de octubre, junto con la posibilidad de una próxima emisión de bonos del Tesoro americano denominada en moneda extranjera, han conseguido por lo menos introducir un poco de calma en los mercados. La situación, sin embargo, se mantiene bastante confusa por el momento. Si bien el dólar USA ha recuperado en las tres primeras semanas de octubre parte del terreno perdido, cifrándose su ganancia en términos de DEG en un 1,2 %, su evolución ha estado salpicada de altibajos. También el oro ha registrado una caída desde los 426 dólares la onza del 2 de octubre, su máximo valor en Londres, hasta los 393 dólares la onza diecisiete días después, pero en el intermedio su valor ha oscilado con alguna intensidad. Las recientes elevaciones decretadas por varios países productores de petróleo en el precio de sus crudos añaden un nuevo signo de interrogación en la tendencia al restablecimiento de la calma en los mercados, en especial cuando algunas subidas se han situado por encima del máximo acordado por los países de la OPEP.

22-X-79

La evolución monetaria

Durante los meses de agosto y septiembre se registró una fuerte desaceleración del ritmo de expansión de las magnitudes monetarias. Esta fue especialmente intensa en el primero de dichos meses, habiéndose iniciado ya una cierta recuperación en el segundo.

Varios son los factores que contribuyen a explicar dicha desaceleración, localizada en los depósitos del sistema bancario y, más en concreto, en los correspondientes a la banca privada.

En primer lugar, y no por orden de importancia, hay que mencionar los cambios de estacionalidad registrados en torno al mes de agosto que, como ya se expuso en el último número de este boletín, no aparecen recogidos en los coeficientes de desestacionalización aplicados. Sin embargo, ya se señalaba entonces que la corrección de los coeficientes sólo contribuiría a elevar la tasa de expansión de agosto en menos de tres puntos y reduciría, asimismo, la tasa calculada para el mes de julio y, en menor medida, la correspondiente a septiembre.

En segundo lugar, la caída del ritmo de expansión de los depósitos en el mes de agosto apareció en gran medida relacionada con la fuerte reducción del recurso del sector público al sistema crediticio y con el avance relativamente lento del sector exterior durante dicho mes. La actuación contractiva de esos factores, que no se vio compensada en la cuantía necesaria por la aceleración del ritmo de aumento del crédito, podría así explicar una parte muy importante de la desaceleración experimentada por el crecimiento de los depósitos bancarios. El comportamiento probablemente imprevisto de los factores autónomos y el retraso consiguiente en el ajuste del ritmo de expansión del crédito al sector privado aparecerían, de este modo, como las causas más importantes de la desaceleración registrada por las magnitudes monetarias.

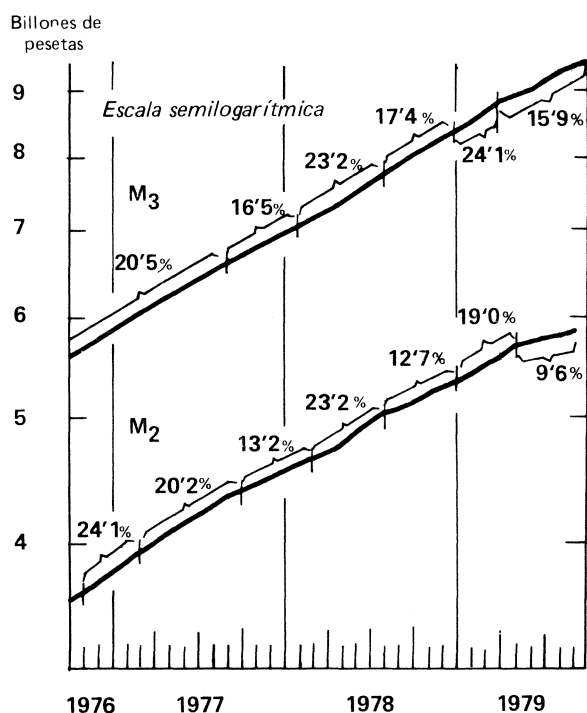
Sin embargo, dichas causas no bastan para explicar la baja tasa de expansión observada en septiembre, mes en el que el comportamiento contractivo de los factores autónomos fue bastante más moderado. La explicación anterior resulta pues insuficiente, y sólo un examen más detenido del mercado crediticio puede ayudar a comprender la evolución mencionada de las magnitudes monetarias.

El cambio de comportamiento de los factores autónomos, aun cuando durante el mes de agosto en concreto pudo resultar imprevisto en su magnitud, no obedece sólo a razones pasajeras, sino que afecta también a su tendencia. Por ello, para la consecución

de un crecimiento determinado de M_3 se hace necesario que el ritmo de expansión del crédito al sector privado se eleve de modo permanente tal como se había previsto en la definición de objetivos realizada por las autoridades para este segundo semestre del año.

El crédito al sector privado, que en el segundo semestre de 1978 creció a un ritmo del 11,3 %, registró en el primer semestre de 1979 un crecimiento del 15,1 % y en los meses de julio y agosto del 15,9 %, previéndose que durante el tercer trimestre llegue a

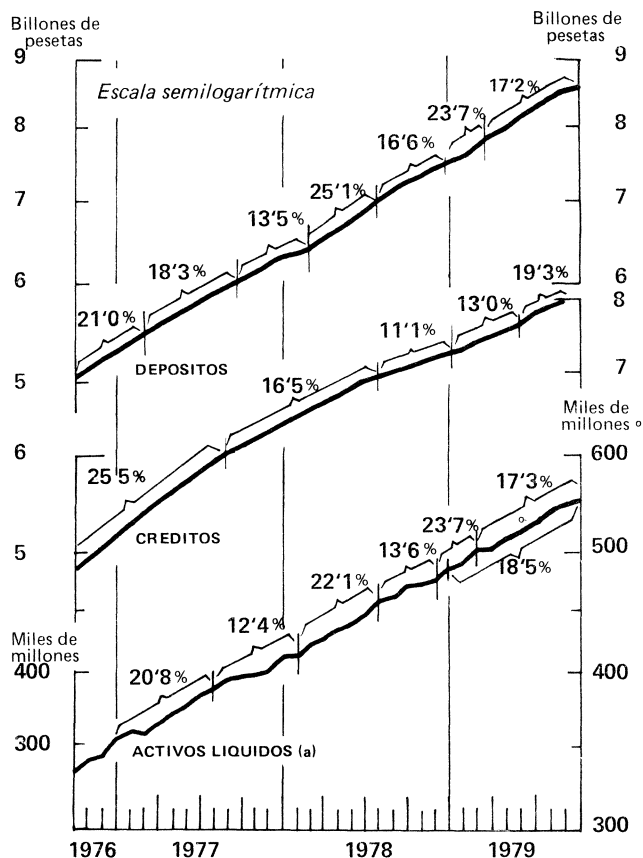
1. Agregados monetarios (Ø, *)



alcanzar una tasa próxima al 17 %. Esto supone una progresión notable, que, sin embargo, no ha sido suficiente para compensar el comportamiento de los factores autónomos. De hecho, el ritmo de avance del crédito se viene situando cerca del límite inferior de la banda prevista para el segundo semestre, contribuyendo así a explicar la desviación de M_3 respecto a la línea central de objetivos.

Con todo, es evidente que un salto de la magnitud exigida no podía tener lugar de modo tan brusco. Y es justo señalar que de persistir la tendencia registrada por el crédito en los meses de agosto y septiembre se producirá la aproximación deseada a la línea central de objetivos. Este acercamiento se halla, sin embargo, condicionado por la marcha de la demanda de crédito.

2. Sistema bancario (Ø, *)



4 (a) Ajustados de modificaciones del coeficiente de caja legal.

Los indicadores disponibles muestran que la demanda de crédito recibida por las entidades bancarias, que se había mostrado pujante en el segundo semestre de 1978 y que había decaído en torno a finales de año, experimentó durante el primer trimestre un aumento importante, alcanzando sus niveles más elevados en los meses de marzo y abril. Esto ocurrió en unos momentos en que las entidades bancarias procedían a ajustar su ritmo de expansión, que en los meses precedentes había resultado notablemente superior al programado por las autoridades. Como consecuencia, se produjo un fuerte aumento de las denegaciones, que se mantuvieron en un nivel muy elevado durante todo el segundo trimestre. Esto además tenía lugar después de haberse registrado un fuerte aumento de tipos de interés en la segunda mitad de 1978 y primer trimestre de 1979.

Al igual que sucediera en ocasiones anteriores, al aumento de las denegaciones siguió una retracción de la demanda efectivamente recibida por las instituciones bancarias. Este descenso resultó muy notable

en los meses de agosto y septiembre, meses en los que la expansión del crédito concedido parece que fue especialmente posible gracias a la demanda insatisfecha en el período precedente.

De esto quizá pudiera deducirse que la expansión crediticia y monetaria va a resultar débil en los próximos meses. Sin embargo, no se espera que vaya a suceder así. En efecto, las previsiones empresariales para los próximos meses han experimentado una mejora apreciable en los meses de julio y agosto en el sector industrial, por lo que se puede estimar que aún existe un potencial de demanda considerable. De este modo, la retracción de la demanda efectivamente recibida por las entidades bancarias revestiría un carácter transitorio y sería sólo consecuencia de las denegaciones anteriores. Estas experimentaron un fuerte descenso en los dos últimos meses y, a medida que se distendía el mercado monetario y se percibían mayores posibilidades de expansión, las entidades bancarias intensificaron la búsqueda de clientes, lo que, como en otras ocasiones semejantes, habrá de producir frutos inmediatos. Si dicho proceso fuera acompañado de una revisión a la baja de los tipos de interés y de una mejora de las restantes condiciones cabría esperar una cierta reanimación de la actividad productiva y el crédito, ya que la marcha de éstos debe estar reflejando también el efecto de las subidas registradas en torno a finales de 1978. Por otro lado,

la evolución relativa de los mercados financieros exteriores podría atenuar el desplazamiento de la demanda de fondos registrado hacia esos mercados y promover un aumento de la demanda interior. Así pues, cabe esperar una pronta reanimación de la expansión monetaria y crediticia, que puede haberse iniciado ya a finales de septiembre y que, de acuerdo con la evolución de los activos líquidos, podría estarse consolidando en la primera mitad de octubre.

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. El Banco de España ha acomodado parcialmente la oferta de activos líquidos a la evolución de la demanda, procurando conducir de manera ordenada el descenso de los tipos y evitando un desplome profundo de los mismos que hubiera resultado inadecuado por el carácter transitorio que se confería a la desaceleración del ritmo de expansión bancaria.

El tipo medio de los depósitos a plazo, que a finales de junio se mantenía en el nivel alcanzado a finales del primer trimestre, registró un aumento de un cuarto de punto en el mes de julio; sin embargo, la distensión posterior del mercado interbancario ha contribuido a invertir dicho movimiento.

Los tipos de los créditos declarados por las entidades bancarias continuaban en conjunto al nivel alcanzado en marzo a pesar del aumento de las denegaciones antes referido. Y, de acuerdo con lo expuesto, cabe esperar que llegue a registrarse un descenso de los mismos.

En el mercado de valores continuó el aumento del tipo de las obligaciones y el descenso, en cierto modo correspondiente, de la cotización de las acciones.

1. Agregados monetarios (Ø, *)

	M ₃		M ₂	
	Saldo		Saldo	
1979				
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		5.828	
SEP	9.514			
	T ₁	T ₁ ³	T ₁	T ₁ ³
1979				
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	10,4
AGO	5,8	13,8	-3,6	
SEP	12,2			

Los agregados monetarios

Tras la desaceleración experimentada en agosto, las cifras correspondientes al mes de septiembre apuntan a una recuperación, todavía moderada, del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios (cuadro 1). La tasa mensual del crecimiento de M₃ se situó en el 12,2 % y el ritmo de avance del período julio-agosto-septiembre descendió al 13,8 %, siendo el correspondiente a los nueve primeros meses del año el 18,5 %.

Los depósitos del sistema bancario mantuvieron durante los meses de agosto y septiembre una evolu-

2. Componentes de M_3 (\emptyset , *)

	Efectivo en manos del público			Depósitos del sistema bancario		
	Saldo	T_1^i	T_1^j	Saldo	T_1^i	T_1^j
1979						
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	1,5	8.421	29,9	18,3
AGO	950	15,3	5,3	8.454	4,8	14,9
SEP	963	18,0		8.531	11,6	

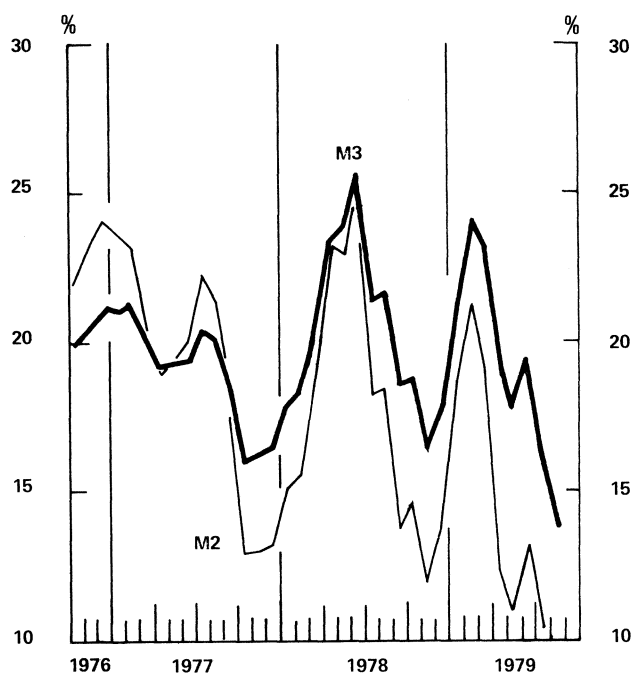
ción similar a la de M_3 con tasas de crecimiento mensuales del 4,8 % y 11,6 % respectivamente, y un avance en el período julio-agosto-septiembre a un ritmo del 14,9 %. Los depósitos en la banca, que fue el componente que en mayor medida contribuyó al ajuste del mes de agosto, alcanzaron en septiembre un ritmo de crecimiento, 10,4 %, relativamente próximo al de las cajas, cuya tasa de avance se situó en el 13,6 %. Cabe observar que, pese a que la tendencia manifestada durante el tercer trimestre del año en que la tasa de crecimiento ha sido netamente superior en los depósitos en las cajas, el ritmo de avance de los depósitos en la banca durante los nueve primeros meses (19,9 %) supera al de las cajas (18,3 %).

El efectivo en manos del público, tras el importante ajuste a la baja experimentado en el período mayo-julio, registró en los meses de agosto y septiembre tasas mensuales del 16,1 % y 17,5 % con lo que parece haber recuperado una tendencia de crecimiento más regular, acorde con la evolución de los precios y el gasto. El ritmo de crecimiento registrado durante los nueve primeros meses del año se ha situado en el 12,4 % y cabe esperar que en el conjunto del año no supere el 14 %.

3. Depósitos del sistema bancario (\emptyset , *)

	Depósitos en la banca			Depósitos en las cajas		
	Saldo	T_1^i	T_1^j	Saldo	T_1^i	T_1^j
1979						
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	13,2	2.972	10,4	18,0
SEP	5.478	10,4		3.003	13,6	

3. Agregados monetarios T_1^3 (\emptyset , *)



La evolución de las diversas clases de depósitos, cuyos últimos datos disponibles se refieren al mes de agosto, muestra un fuerte retroceso, en este último mes, de los depósitos a la vista y un crecimiento muy débil de los de ahorro, lo que guarda estrecha relación con el ajuste a la baja experimentado por los depósitos en dicho mes y con el fenómeno ya constatado en ocasiones anteriores de que es fundamentalmente sobre los menores plazos sobre los que descansa el ajuste. El ritmo de crecimiento de los depósitos a plazo, si bien continúa situándose por encima del correspondiente al conjunto de los depósitos, parece acusar un debilitamiento en los últimos meses como consecuencia de la estabilización de sus tipos de interés.

El sistema bancario y la financiación al sector privado

La excepcional evolución de los sectores exterior y público durante el mes de agosto, con una contribución moderada a la creación de dinero primario por parte del primero y fuertemente negativa del segundo, permitió que los activos netos del sistema bancario mostrasen un elevado ritmo de avance a pesar del débil crecimiento experimentado por los 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
1979				
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
AGO	8.693	2.382	2.683	3.628
	T_1^3	T_1^3	T_1^3	T_1^3
1979				
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	17,0	7,0	14,7	26,0
AGO (a)	(4,8)	(-17,5)	(3,5)	(24,0)

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

pósitos. El crédito del Banco de España al sistema bancario y los vencimientos de bonos del Tesoro registraron avances importantes en términos de medias mensuales (cuadro 6). A ello hay que añadir el au-

5. Crédito al sector privado (*)

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de ahorro	Crédito oficial
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
1979				
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
AGO	7.976	5.722	1.571	678
	T_1^3	T_1^3	T_1^3	T_1^3
1979				
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	19,2	21,9	9,9	19,8
AGO (a)	(20,5)	(20,2)	(23,0)	(16,3)

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

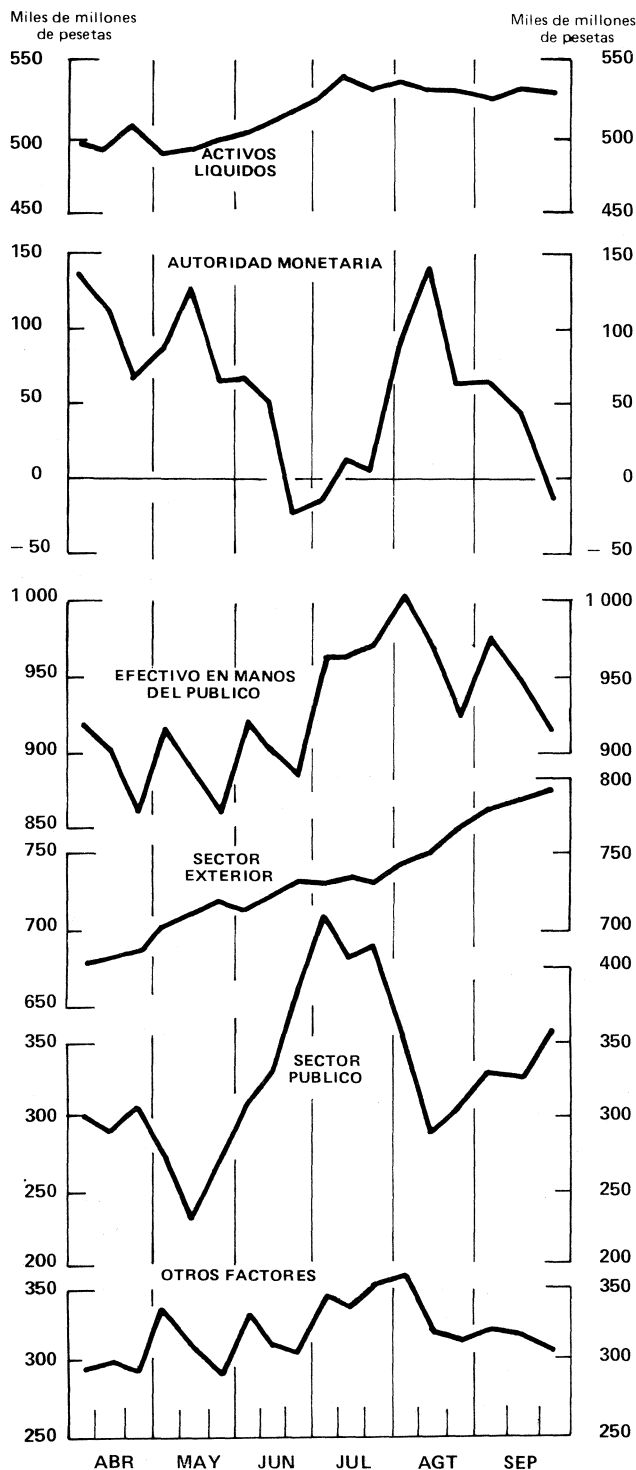
mento de los recursos procedentes del exterior canalizados por la banca, que siguen registrando incrementos notables. De este modo se explica que la tasa de crecimiento mensual del crédito al sector privado ascendiera en agosto al 20,5 %, con un avance en el período junio-julio-agosto del 19,2 %.

La gran disparidad observada en meses precedentes entre el crecimiento del crédito en bancos y cajas desapareció en agosto, al registrar estas últimas un avance incluso superior al del conjunto. No obstante, las cifras correspondientes al último período trimestral (cuadro 5) muestran aun tasas muy diferentes para ambos tipos de instituciones. Como ya se refirió en anteriores boletines, el débil avance del crédito de las cajas en junio tenía su origen en un cambio de normativa que afectaba a determinado tipo de operaciones, y en julio aparecía relacionado con el trasvase de recursos de las cajas hacia la banca. En agosto, la recuperación del ritmo de crecimiento del crédito concedido por las cajas al sector privado fue acompañada por una disminución de sus saldos de depósitos en la banca.

El recurso del sector público al Banco de España se vio incrementado en septiembre en medias de datos diarios en 22 m.m., y en 50 m.m. si se observan cifras de final de mes. A su vez, los fondos procedentes del exterior se vieron incrementados en 28 m.m. en cifras medias, y en 18 m.m. en saldos de fin de mes. Aun cuando la contribución de estos factores a la creación de dinero fue positiva en cifras originales, su comportamiento resultó relativamente moderado, registrándose un descenso en cifras desestacionalizadas, con lo que la media mensual de los activos netos del sistema bancario mostró un avance superior al de los depósitos. Cabe esperar, en consecuencia, un crecimiento del crédito durante el mes de septiembre próximo al del mes anterior.

El apreciable aumento del ritmo de expansión experimentado por el crédito bancario no ha sido suficiente, sin embargo, para compensar la menor actividad expansiva mostrada por los otros factores de creación de dinero, lo que ha desembocado durante los dos últimos meses en el descenso de los ritmos de expansión de los agregados monetarios que ya se ha señalado. Hay que tener en cuenta que, en parte, la evolución de los factores autónomos durante los últimos meses, particularmente en agosto, se ha visto afectada por alteraciones de carácter temporal que exigían una fuerte compensación a través del crédito para el mantenimiento de un crecimiento estable de los agregados monetarios. Sin embargo, el ritmo de crecimiento del crédito al sector privado compatible con los objetivos perseguidos no debiera ser en un

4. Activos líquidos (Ø)



futuro inmediato muy diferente del registrado durante los meses de agosto y septiembre, por lo que, de persistir esta tendencia, se registrará un acercamiento al ritmo de expansión de M_3 perseguido como objetivo para el segundo semestre. Dicho acercamiento se halla no obstante condicionado por la existencia de una demanda suficiente de crédito. En este sentido, los indicadores de demanda de crédito han acusado debilidad en el tercer trimestre; sin embargo, se estima que ésta sólo es consecuencia del fuerte aumento de las denegaciones registrado durante el segundo trimestre, que ha provocado una retracción de la demanda de crédito efectivamente recibida por las entidades bancarias. Como consecuencia, la expansión crediticia de los dos últimos meses se ha apoyado, en parte, en la amplia demanda insatisfecha ya observada en el período anterior y podría encontrar un límite en caso de faltar demanda adicional. No obstante, como ya se ha expuesto, se estima que el descenso de la demanda sólo tiene carácter transitorio. De hecho, las previsiones empresariales para los próximos meses en el sector industrial han experimentado en julio y agosto una importante mejoría, por lo que debe considerarse que aún existe un potencial de demanda de crédito importante y la debilidad temporal observada no obedece a causas más profundas que las expuestas.

La intervención monetaria

Durante los meses de agosto y septiembre la oferta de activos líquidos se situó netamente por debajo de los niveles previstos, registrándose una tasa de crecimiento en el período del 7,3 % que sólo se eleva al 13 % si se considera el período julio-agosto-septiembre. El descenso experimentado por la demanda de activos líquidos y el mantenimiento simultáneo de los niveles previstos de la oferta hubiera significado la aparición de fuertes excedentes de liquidez y el desplome consiguiente de los tipos de interés interbancarios. Esta actitud sólo hubiese sido correcta en el caso de considerar que la debilidad de la demanda de crédito exigía de fuertes incentivos para su reanimación. Sin embargo, si, como ya se ha señalado, esta debilidad obedecía a una situación transitoria, se corría el riesgo de provocar una reacción desmesurada y las consiguientes fluctuaciones en los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios y los tipos de interés. De hecho, la evolución observada durante la última parte de septiembre y, sobre todo, los datos provisionales de la primera quincena de octubre señalan ya una rápida recuperación de la demanda de activos líquidos que evidencia el carácter transitorio del débil crecimiento de los meses precedentes.

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

Variaciones absolutas

	Julio	Agosto	Septiembre (p)
Activos líquidos computables	15,5	- 0,2	1,9
CONTRAPARTIDAS:			
Efectivo (aumento: -)	-66,2	- 0,2	25,0
Otros factores autónomos	115,4	- 90,3	31,3
Sector exterior	9,7	22,9	28,3
Sector público	80,8	-105,3	21,7
Otros	24,9	- 19,1	-18,7
Autoridad monetaria	-33,7	90,3	-54,4
Créditos al sistema bancario	-12,5	79,4	-24,2
Bonos del Tesoro	-11,4	21,8	-39,4
Depósitos remunerados	- 3,9	- 6,9	—
Disponibles no computables	- 5,9	- 4,0	9,2

Los problemas de control de la oferta de activos líquidos previstos para septiembre fueron superados mediante un rápido aumento de la cartera de bonos del Tesoro del sistema bancario, cuyos saldos pasaron de 22 m.m. a 80 m.m. entre principio y final de mes. Los tipos de interés de los bonos del Tesoro limitaron a su vez la trayectoria descendente de los tipos interbancarios poniendo freno a una brusca caída de éstos y permitiendo una evolución más gradual. Así, el tipo de interés de los bonos a tres meses, que se elevó entre finales de agosto y primeros de septiembre al 18 % con objeto de alentar las colocaciones tendentes a mantener el control, fue descendiendo gradualmente hasta situarse durante la primera decena de octubre en el 13 %. El tipo de los bonos a un mes experimentó asimismo en el mes de septiembre un descenso desde el 15 % al 11 %, y hasta el 10 % en los primeros días de octubre. Las mayores dificultades de control de la tercera decena de septiembre indujeron al Banco de España a ofrecer bonos a 15 días y a aceptar demandas a plazos inferiores.

Los créditos de regulación, inexistentes al final de agosto, sólo se mantuvieron durante las dos primeras decenas de septiembre en volúmenes muy modestos, volviendo a aparecer en la primera parte de octubre. Los saldos medios de septiembre señalan una reducción de 24 m.m. en relación a los del mes anterior.

Los problemas de control se verán agudizados durante la segunda mitad de octubre como consecuencia de la evolución estacional de los factores autónomos, intensificada en esta ocasión por el desplazamiento de las recaudaciones del Tesoro de estas fe-

chas hasta los primeros días de noviembre, de modo similar a como ya ocurrió en los meses de abril y julio últimos.

Situación de liquidez y mercados monetarios

El nivel de excedentes de liquidez no sufrió en septiembre alteraciones notables. Únicamente se apreció durante las dos primeras decenas del mes una ligera tendencia a su reducción, producto quizá de la política de seguimiento de la demanda de activos líquidos llevada a cabo por el Banco de España. En la tercera decena se apreció, sin embargo, una recuperación seguramente atribuible a los problemas de control surgidos en el transcurso de la misma.

7. Excedente de caja legal (Ø)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de Ahorro
1979			
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
JUL	0,11	0,10	0,13
1. ^a dec.	0,13	0,12	0,15
2. ^a dec.	0,07	0,07	0,08
3. ^a dec.	0,13	0,12	0,17
AGO	0,11	0,11	0,11
1. ^a dec.	0,12	0,12	0,11
2. ^a dec.	0,10	0,11	0,08
3. ^a dec.	0,11	0,10	0,13
SEP	0,10	0,10	0,11
1. ^a dec.	0,09	0,10	0,08
2. ^a dec.	0,09	0,10	0,09
3. ^a dec.	0,13	0,12	0,15
OCT			
1. ^a dec.	0,08	0,08	0,08

Los tipos de interés interbancarios registraron en septiembre un descenso que fue continuación del iniciado a primeros de agosto y que se vio fuertemente condicionado, como ya se ha indicado, sobre todo en lo que se refiere a los plazos superiores, por los tipos de los bonos del Tesoro fijados por el Banco de España. Se observa un desplazamiento hacia las operaciones a plazo en detrimento de las transacciones a un día, descendiendo el número de operaciones en relación al mes anterior (de 170 a 140), pero manteniéndose sin embargo un saldo vivo similar (206 m.m. frente a 210 m.m. en agosto).

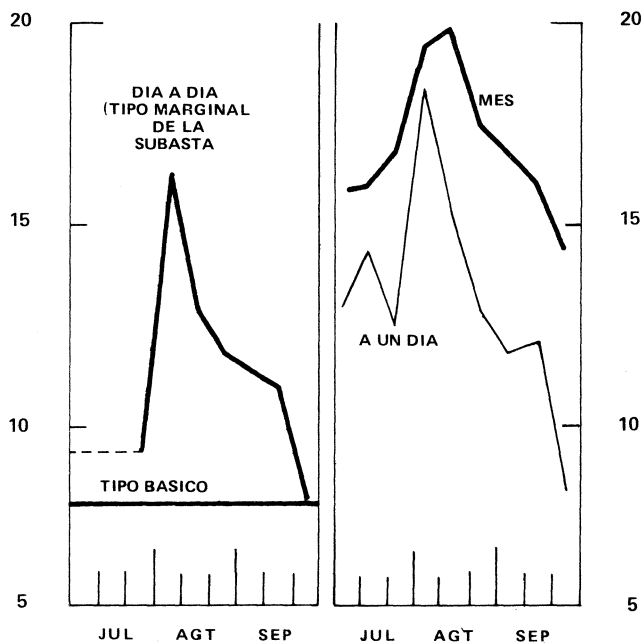
A partir del primero de octubre los intereses de las operaciones interbancarias quedan sujetos al I. T. E. en virtud de la Ley 6/1979 sobre régimen transitorio de

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
1979						
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
JUL	13,3	13,9	16,2	...	...	14,6
1. ^a dec.	12,9	13,6	15,9	...	...	14,0
2. ^a dec.	14,4	13,8	16,0	...	...	14,6
3. ^a dec.	12,5	14,2	16,8	...	...	15,0
AGO	15,3	16,3	18,8	13,9	15,8	15,0
1. ^a dec.	18,3	18,0	19,4	16,2	17,8	15,0
2. ^a dec.	15,2	17,1	19,8	12,8	16,1	15,0
3. ^a dec.	12,8	14,3	17,5	11,7	12,5	15,0
SEP	10,8	15,7	15,7	10,8	12,1	13,0
1. ^a dec.	11,8	13,3	16,6	11,2	12,9	14,9
2. ^a dec.	12,1	13,2	16,0	10,9	11,9	12,6
3. ^a dec.	8,3	10,2	14,3	8,1	8,4	11,8
OCT						
1. ^a dec.	8,3	10,9	12,6	8,7	9,3	11,2

la imposición indirecta. La principal, y seguramente única, incidencia sobre el mercado se centrará en el aumento del diferencial de tipos de interés necesario para las operaciones de arbitraje, lo que puede influir en el número de operaciones y en el abanico de tipos

5. Tipos de interés (Ø)



de interés según las diversas categorías de bancos. Este diferencial oscila entre un cuarto de punto y medio punto, variando en función del nivel del tipo de interés.

El mercado de valores

La falta de información relativa al mes de septiembre no permite añadir, en el aspecto cuantitativo, nada sustancial a lo que en el número anterior de este boletín se dijo sobre la evolución del mercado de valores en los primeros ocho meses de 1979, y en los meses de julio y agosto en particular. Se recogen, en el cuadro 9, algunas correcciones derivadas de la depuración de las cifras que no afectan, sin embargo, al panorama general del mercado ya expuesto.

En estos momentos, la atención ha de dirigirse hacia el futuro inmediato ya que en los dos meses y medio que, en el momento de redactar estas líneas, restan de 1979 van a plantearse abiertamente las cuestiones que han venido aflorando intermitentemente a lo largo del año.

9. Emisiones netas de valores (a)

	Enero-agosto		Agosto	
	1978	1979	1978	1979
Públicas (a)	110,7	175,2	12,5	16,0
Administración Central (b)	100,7	160,4	10,2	13,4
Cédulas	96,0	121,0	10,4	13,6
Otros	4,7	39,4	-0,2	-0,2
INI	9,8	7,1	2,2	2,2
Otros (c)	0,2	7,7	0,1	0,4
Privadas (con aportación)	153,7	145,6	1,3	3,4
Total renta fija (a)	99,8	60,6	-0,1	1,7
Total acciones	53,9	85,0	1,4	1,8
S. financieras (d)	19,7	7,8	0,7	0,3
Acciones	13,4	17,5	0,8	1,1
Bonos de caja (e)	6,3	-9,7	-0,1	-0,8
S. no financieras	134,0	137,8	0,6	3,1
Acciones	40,5	67,5	0,6	0,5
Obligaciones (a)	93,5	70,3	—	2,6
PRO MEMORIA:				
Privadas (sin aportación)	25,3	23,0	4,5	0,3
S. financieras	0,4	4,1	...	—
S. no financieras	24,9	18,9	4,5	0,3

- (a) Las emisiones de obligaciones no bancarias son brutas.
 (b) Excluidos pagarés y bonos del Tesoro.
 (c) La información que no se refiere a emisiones del Crédito Oficial es fragmentaria.
 (d) Excluidas las participaciones de Fondos de Inversión mobiliaria.
 (e) De Bancos Industriales y de Negocios.

Estas cuestiones pueden reducirse a dos básicas. La primera es el reparto de fondos disponibles entre las emisiones programadas del sector público y el sector privado, cuyo conjunto sobrepasa largamente a aquellos a los tipos de interés vigentes. La segunda es la opción institucional que se adopte para efectuar dicho reparto.

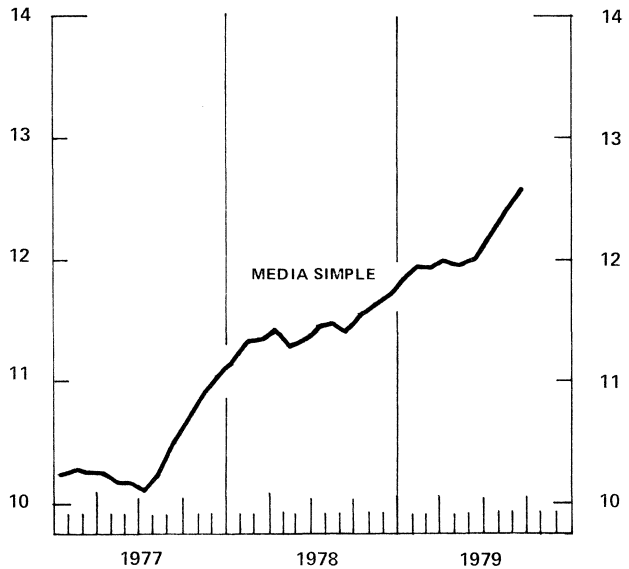
En buena medida el catalizador de la situación es el volumen elevado de emisiones del sector público y en especial de la Administración Central. Conseguir fondos suficientes y potenciar el mercado supone aceptar una presión sobre los tipos de interés, pero esta circunstancia encontrará oposición por el incremento de los costes financieros que sin duda acarreará. No debe pensarse, sin embargo, que medidas tales como la reducción del ritmo de caída de los coeficientes de inversión pueden contribuir a quebrar la evolución alcista de los tipos. En efecto, si dichas medidas no fueran acompañadas de una revisión al alza de los objetivos de política monetaria supondrían una reducción de la oferta de fondos prestables al sector privado y una elevación de tipos que podría llegar a ser superior a la que de otro modo se hubiera registrado. Pero aun cuando se elevaran los objetivos de política monetaria, el efecto que esto tendría finalmente sobre las expectativas de inflación acabaría por frustrar el intento de atenuar las alzas de tipos de interés, que de cualquier manera acabarían por registrarse.

Hasta el momento, los tipos de interés vienen eleandose en los últimos meses tanto en el mercado de emisiones como en el mercado secundario. El sector público no ha podido sustraerse a esta tendencia; por el contrario, los tipos de interés de sus emisiones han

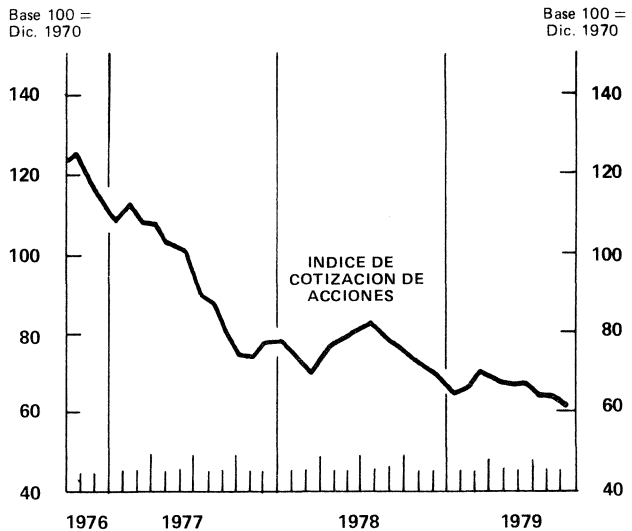
10. Mecanismo de colocación de las emisiones

	Enero-agosto		Agosto	
	1978	1979	1978	1979
Colocación por coeficiente	176,9	218,2	12,5	17,4
Renta fija pública	100,7	155,2	12,5	16,0
Renta fija privada	76,2	63,004	—	1,4
Colocación por mercado	81,2	102,6	1,4	3,0
Renta fija	27,3	17,6	—	1,2
Pública	10,0	20,0	—	—
Privada	17,3	-2,4	—	1,2
Renta variable	53,9	85,0	1,4	1,8
TOTAL	258,1	320,8	13,9	20,4
DISTRIBUCION PORCENTUAL:				
Por coeficiente	68,5	68,0	89,9	85,3
Por mercado	31,5	32,0	10,1	14,7

6. Rendimiento interno de obligaciones con vida media superior a siete años



7. Cotización de acciones Datos a fin de mes



experimentado una elevación más acusada que los de las emisiones privadas. Frente al 10,25 % de la emisión de Deuda Amortizable de noviembre de 1978 en 1979, el Estado ha emitido al 12 % en julio y parece que emitirá por encima de ese tipo en el próximo noviembre. Otros organismos oficiales emiten actualmente al 13 % y la Renfe probablemente lo hará en torno al 14 %.

En cuanto al mercado secundario, el rendimiento interno de las obligaciones privadas se ha elevado medio punto en los últimos cuatro meses, y una evolución similar ha sufrido el de las Deudas Amortizables del Estado destinadas al público.

Los valores de renta variable se han desenvuelto en un mercado a la baja, y el índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid muestra, al terminar septiembre, una baja del 10 % respecto a diciembre de 1978. Con ello, la estabilidad demostrada a lo largo de agosto se ha reducido a un paréntesis dentro de la fase depresiva, cuyo final resulta pospuesto por las mismas fuerzas que impulsan hacia arriba los tipos de interés y algunas otras específicas. Entre estas últimas se cuentan principalmente las inseguras perspectivas de la economía a corto y medio plazo, el grado de incertidumbre que rodea la solución que se adopte para el gran problema del abastecimiento energético y la configuración final del Estado en el plano institucional.

19-X-1979

Actividad, empleo, precios

La información disponible —escasa, indirecta y no siempre coherente— continúa señalando un debilitamiento del ritmo de actividad en el segundo trimestre del año y el mantenimiento de esa tónica en los meses de verano. Durante el segundo trimestre de 1979 se desaceleró el avance del consumo de energía eléctrica, se redujeron los niveles de carteras de pedidos industriales y aumentaron las existencias de productos terminados. A pesar de ello, 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 de verano se ha confirmado la tendencia negativa ya apuntada en el segundo trimestre. Así, el consumo de energía eléctrica descendió en el tercer trimestre a una tasa anual del 2,6 % y, aunque en los nueve primeros meses del año su aumento ha sido del 6,8 % respecto de 1978 (5,6 % en 1978 sobre 1977), su nivel se situó en septiembre en un 3,1 % sobre el mismo mes del año anterior. 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 paralelamente las existencias de productos terminados en dicho período. Los resultados de las encuestas correspondientes al sector de la construcción acusan, asimismo, la presencia de un nuevo descenso en los niveles de actividad durante esos mismos meses.

La información disponible señala, por tanto, la presencia de un debilitamiento de la actividad económica durante los trimestres segundo y tercero del año, pero los resultados de las encuestas correspondientes a las previsiones empresariales para los próximos meses han experimentado una importante mejoría en los meses de julio y agosto en el sector industrial. En efecto, las previsiones empresariales sobre la evolución futura de las carteras de pedidos han registrado una mejora sustancial en julio y agosto y esos mismos meses —especialmente agosto— han mejorado considerablemente las previsiones empresariales sobre los niveles de producción en los tres meses siguientes. Se ha producido así, durante el verano, una ruptura en la tendencia que dichos indicadores de previsión venían mostrando durante los meses anteriores. Esta mejora en las expectativas industriales no se extiende, sin embargo, al sector de la construcción, donde las previsiones sobre la actividad continúan siendo profundamente negativas, aunque el nivel de contratación haya mejorado respecto de los muy bajos niveles alcanzados en el segundo trimestre del año.

En el sector de las industrias productoras de bienes de consumo, la mejora observada en las más recientes previsiones de producción ha sido especialmente significativa en los subsectores de bienes de consumo

1. Demanda y actividad interior: T_3^3 (*) (a)

	Matricu- lación de automó- viles	Consumo aparen- te de acero	Consumo aparen- te de cemento	Consumo de energía eléctrica
1978				
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
1979				
I TR Ø	-4,8	-14,9	-1,9	18,8
II TR Ø	14,8	...	-21,3	3,4
III TR Ø	...	...	...	-2,6
1979				
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
SEP	...	...	...	-2,6

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

duradero y de vestido y calzado, cuya evolución venía siendo muy negativa. En el sector de bienes intermedios, la mejora de las expectativas, a partir del mes de julio, en cuanto a previsiones de producción y evolución de la cartera de pedidos, se extendió a todos los subsectores, exceptuadas las industrias extractivas, y afectó significativamente a las industrias de transformación de metales y de materiales de construcción, que venían mostrando una tónica muy deprimida —aunque, en ambos casos, los niveles de las carteras de pedidos son todavía muy bajos—. En cuanto al sector industrial de bienes de inversión, la reciente mejoría observada en las expectativas es bastante más modesta que la registrada en las industrias de bienes de consumo e intermedios. Las previsiones sobre la cartera de pedidos no han mejorado y continúan siendo muy bajas; las previsiones de producción, aunque han mejorado algo, continúan siendo negativas frente al importante cambio positivo que han registrado en el resto de la industria.

Como ya se ha indicado, la mejora de las expectativas en los meses de verano no se ha extendido al sector de la construcción. Según datos de SEOPAN, el valor total de las obras públicas licitadas en los ocho primeros meses del año aumentó un 8,2 % respecto del mismo período de 1978; como, según la misma fuente, los costes totales del sector han aumentado

un 13,2 % entre los primeros semestres de 1978 y 1979, la obra pública licitada en términos reales ha caído al menos cinco puntos hasta agosto. En cuanto al subsector de vivienda, el total de calificaciones provisionales de viviendas de protección oficial descendió un 9 % en el primer semestre del año respecto de los mismos meses de 1978; en el mismo período, las viviendas iniciadas retrocedieron un 24,4 %, y si bien las licitaciones parecen haber tocado fondo en su descenso, la situación continúa siendo de fuerte atonía. Así, aunque el nivel de contratación ha mejorado algo, en los meses de verano, respecto de los muy bajos niveles del segundo trimestre, la construcción sigue muy deprimida y sin expectativas de mejora para los próximos meses.

La información descrita en los párrafos anteriores —a la que habría que añadir el aparente descenso de la demanda de crédito en agosto y, más significativamente, en septiembre— hace difícil una previsión precisa sobre la evolución de la economía en los próximos meses. Probablemente, la industria mejorará algo su ritmo de actividad en los últimos meses del año —de acuerdo con la mejora registrada en las previsiones empresariales—, pero el sector de la construcción mantendrá su atonía; de modo que cabe esperar una detención de la tónica contractiva que ha caracterizado a la primavera y el verano, pero no una firme reacción positiva de la economía. La inversión industrial continúa sin mostrar signos de una próxima reanimación —aunque el aumento de las importaciones de bienes de equipo en un 7 %, en términos reales, durante el primer semestre parece indicar que su contracción ha sido menor que en los dos años anteriores—; las exportaciones de mercancías han mantenido, durante los siete primeros meses, un ritmo muy vivo de avance (un 9 %, aproximadamente, en términos reales) que difícilmente podrá mantenerse ante la mayor debilidad que la economía y el comercio mundiales van a mostrar en los próximos doce meses; y la tasa de avance de los precios se encarga de permitir un crecimiento sólo muy modesto del consumo privado en términos reales. Las mayores facilidades crediticias de los últimos meses —más expresadas en un aumento de las disponibilidades de crédito que en un descenso de su coste— pueden tardar algún tiempo en ejercer sus efectos sobre la actividad. Y el retraso en la aprobación y, consiguientemente, en la ejecución del presupuesto ha merchado considerablemente el efecto expansivo que se había confiado a la inversión pública en 1979. Las previsiones para el segundo semestre anuncian una activación significativa de la inversión pública en los próximos meses; y sería importante, en las condiciones actuales de la economía, que esas previsiones se cumplieran.

Empleo y precios

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

Durante el tercer trimestre de 1979 el paro registrado ha mantenido su tónica de continuo crecimiento. Durante los meses de julio y agosto los aumentos intermensuales del paro se desaceleraron respecto de los porcentajes correspondientes al período que fue de marzo a junio. En cambio, en el mes de septiembre ha vuelto a acelerarse la cifra total de parados, que ha ascendido a 1.095.200 personas, lo

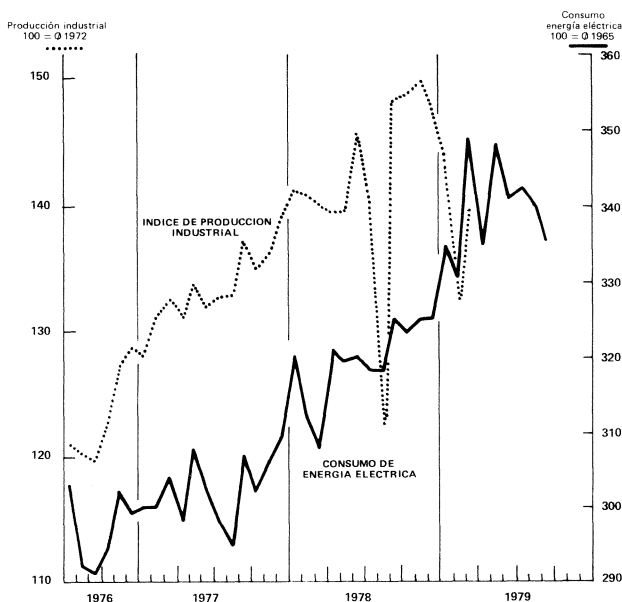
2. Empleo y paro

Miles de personas y porcentajes

Encuesta de población activa								
		Parados		Porcentaje de parados sobre activos		Paro registrado (*)		
		Ocupados en sentido estricto	Original	Desestacionalizado	Original		Desestacionalizado	
1978								
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
1979								
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
III	TR	Ø	...	...	...	...	...	1.106
1978								
	DIC		...	...	...	...	...	905
1979								
	ENE		...	...	...	...	...	892
	FEB		...	...	...	...	...	905
	MAR		...	...	...	...	...	939
	ABR		...	...	...	...	...	985
	MAY		...	...	...	...	...	1.011
	JUN		...	...	...	...	...	1.058
	JUL		...	...	...	...	...	1.084
	AGO		...	...	...	...	...	1.100
	SEP		...	...	...	...	...	1.135

FUENTE: INE y Ministerio de Trabajo.

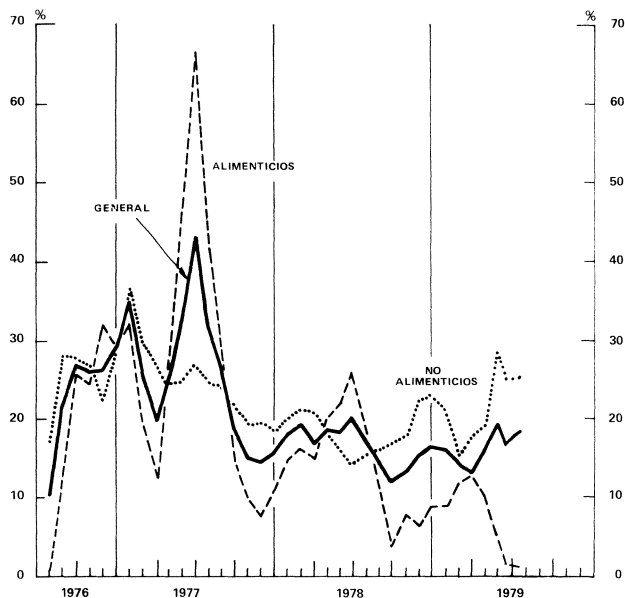
1. Índice de producción industrial y consumo energía eléctrica (*)



que supone 1.135.400 parados si se corrige dicha cifra original del componente estacional. Durante el mes de septiembre el aumento más importante correspondió al sector de los parados sin empleo anterior, que crecieron en un 8,8 %, seguido de los servicios, que aumentaron en un 3,8 %, frente al 3,2 % en que creció el paro registrado total. Los parados en la construcción aumentaron en septiembre en un 2,5 % y en la industria lo hicieron en un 1,5 %, mientras que disminuyeron los parados agrícolas. Entre septiembre de 1979 y diciembre de 1978 el aumento total del paro registrado ha sido del 20,7 %, correspondiendo el mayor aumento a los jóvenes que buscan primer empleo (66,2 %) y a los sectores industrial, construcción y servicios, mientras que en la agricultura el total de parados disminuyó en casi un 5 %. Debe advertirse, sin embargo, que las cifras de paro registrado están exagerando, a lo largo de 1979, el aumento del paro en el grupo de personas sin empleo anterior, cifra que, en estas estadísticas, venía siendo muy inferior a la registrada en la encuesta de población activa. El incremento en el paro registrado de personas sin empleo anterior es resultado de la obligatoriedad de inscripción de los jóvenes que quieren acogerse al programa de empleo juvenil puesto en marcha por el Ministerio de Trabajo y que hasta agosto de 1979 ha implicado la contratación de 130.000 personas.

En cuanto a los precios, el índice general de precios de consumo creció en septiembre en un 1,3 %, con lo que su aumento acumulado ha sido del 12,1 % du-

2. Índice de precios de consumo: T_1^3 (*)



rante los nueve primeros meses de 1979 y del 15,3 % respecto de igual mes de 1978. En septiembre, como ha venido sucediendo a lo largo de 1979, excluido el mes de agosto, ha sido el conjunto de artículos no alimenticios recogidos en el índice los que han experimentado el mayor crecimiento intermensual, puesto

3. Índice de precios de consumo (*)

Base 100 = 1976

	General		Alimenticios		No alimenticios	
	T_1^3	Aumento acumulado en el año	T_1^3	Aumento acumulado en el año	T_1^3	Aumento acumulado en el año
1978						
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
1979						
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	18,5	10,8	1,2	6,9	25,2	13,2
SEP	...	12,1	...	7,4	...	15,2

FUENTE: INE.

que su aumento fue del 1,9 %, frente a un 0,4 % para los alimenticios. De este modo, el aumento general del 12,1 % del índice en los nueve primeros meses ha sido el resultado de un crecimiento del 7,4 % para los artículos alimenticios y del 15,2 % para los no alimenticios, lo que supone un comportamiento en ambos componentes de signo opuesto al registrado en 1978, año en el cual el mayor crecimiento correspondió a los productos alimenticios.

El importante aumento que en septiembre han vuelto a registrar los productos no alimenticios implica el mantenimiento de una tasa de inflación excesivamente elevada en la economía española. El tercer trimestre de 1979 ha presentado un aumento en los precios de consumo superior al de los dos trimestres precedentes. Esto último se ha debido, en gran medida, al impacto que sobre los precios de los productos no alimenticios ha ejercido la nueva subida registrada en los productos energéticos, derivada, a su vez, de la nueva revisión al alza que en el verano de 1979 se realizó en los precios de los crudos petrolíferos. En el aumento del índice en el mes de julio influyó directamente dicha subida, mientras que en septiembre la nueva aceleración del índice de no alimenticios ha podido deberse a aumentos de precios derivados del incremento anterior en los costes energéticos. Las revisiones salariales realizadas desde agosto, como consecuencia de la superación del tope de salvaguardia establecido en los convenios negociados en el primer semestre y el intento de mantenimiento de los márgenes de beneficio por parte de las empresas han contribuido a mantener el clima inflacionista en el tercer trimestre de 1979.

26-X-1979.

Sector exterior

La balanza de pagos por cuenta corriente

Las cifras del comercio exterior español durante el mes de julio facilitadas por la Dirección General de Aduanas han sido de 159,2 m.m. para las importaciones de mercancías y 103,1 m.m. para las exportaciones. Estos valores, que suponen elevadas tasas de crecimiento con respecto a igual mes del año anterior, 24,8 % y 21,8 %, respectivamente, si se convierten en dólares pasan a ser 2.409,2 millones para las importaciones y 1.559,9 para las exportaciones, siendo las tasas de crecimiento equivalentes, lógicamente, mucho más elevadas, 46,5 % y 43,0 %, ya que la apreciación de la peseta entre los dos períodos de referencia fue considerable, un 17,4 %.

El elevado valor de las importaciones en el mes de julio, sin precedente alguno en la economía española, se ha alcanzado, fundamentalmente, por el importante incremento registrado en las compras de petróleo y productos petrolíferos, aunque también han supuesto un valor récord las importaciones no energéticas, tanto en términos originales como desestacionalizados.

El tonelaje importado de petróleo y derivados fue en el mes de julio un 19,8 % superior al de igual mes del año 1978, mientras que su valor en pesetas fue superior en un 32,6 %. Este fuerte crecimiento en los precios, que en dólares se situó en torno al 30 %, se ha dejado sentir por primera vez en este mes y continuará afectando a las compras de petróleo durante los meses sucesivos.

1. Evolución del comercio exterior

	ENE-JUL 1978	ENE-JUL 1979	% incre- mento
Importaciones	860,9	921,1	7,0
Productos energéticos	254,8	250,4	-1,7
Productos no energéticos	606,1	670,7	10,7
Alimentos	132,1	135,2	2,3
Productos sin elaborar e intermedios	247,2	284,2	15,0
Bienes de capital	154,2	168,0	9,0
Bienes de consumo	72,6	83,3	14,7
Exportaciones	585,8	697,2	19,0
Productos energéticos	15,5	15,1	-2,6
Alimentos	118,4	143,5	21,2
Productos sin elaborar e intermedios	182,1	218,2	19,8
Bienes de capital	108,7	136,0	25,1
Bienes de consumo	161,1	184,4	14,5
Saldo comercial	-275,1	-223,9	—

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

Dentro de las importaciones no energéticas destacan las de productos sin elaborar e intermedios que, en términos desestacionalizados, han superado con creces los valores de los meses precedentes; pero el incremento más importante es el registrado por los bienes de capital, cuya tasa de crecimiento intertrimestral elevada a tasa anual entre el trimestre formado por los meses de mayo, junio y julio y el precedente en la serie desestacionalizada en pesetas, fue del 78 %. Los bienes de consumo, aunque con una cifra superior a la del mes precedente, no llegaron a alcanzar el nivel de meses anteriores, y los alimentos fueron el único grupo con valor inferior, en pesetas, al del mes de junio.

Las exportaciones de mercancías, por su parte, continuaron durante el mes de julio el fuerte dinamismo de meses anteriores situándose la tasa del último trimestre con respecto al precedente, en pesetas desestacionalizadas y elevada a nivel anual, en un 43 %. Por grupos de productos ha sido importante, en el mes que nos ocupa, el avance registrado por los bienes de consumo y los productos sin elaborar e intermedios, mientras que los bienes de capital y los alimentos registraron valores relativamente más reducidos.

En términos acumulados, durante los siete primeros meses del año, las importaciones de mercancías alcanzaron un valor de 921,1 m.m. (13.618 millones de dólares) y las exportaciones de 697,2 m.m (10.300 millones de dólares). Las tasas de crecimiento con respecto al mismo período del año anterior fueron del 7,0 % (26,4 %) para las importaciones y el 19,0 % (40,5 %) para las exportaciones. Si se prescinde de las importaciones energéticas, que aún continúan registrando valores acumulados en pesetas inferiores a los del año precedente, el resto de los grupos de importación muestra tasas de crecimiento en pesetas positivas en su comparación interanual. Aunque no se dispone de información sobre la evolución de los precios del comercio exterior durante el período enero-julio, la información provisional facilitada por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano para el primer semestre del año permite afirmar que el crecimiento real de las importaciones no energéticas durante los siete primeros meses del año 1979, en relación con el mismo período del año anterior, debe encontrarse por encima del 10 %. En el caso de las compras de petróleo la evolución del tonelaje importado permite ser más preciso, siendo el crecimiento real, durante el período analizado, del 1,2 %.

En cuanto a las exportaciones, información sobre los precios igualmente provisional e incompleta sitúa su crecimiento real en el período enero-julio de 1979

2. Registro de caja de las operaciones con el exterior

Saldos en millones de dólares (a)

	ENE-AGO	
	1978	1979
1. Exportaciones	8.380,6	10.214,4
2. Importaciones	10.986,9	14.600,7
3. Balanza de mercancías (1-2)	-2.606,3	-4.386,3
4. Servicios	2.810,8	3.389,7
De los que: Turismo	3.149,3	3.680,3
5. Transferencias	934,5	972,5
6. Balanza corriente (3+4+5)	1.139,0	- 24,1
7. Capital a largo plazo	1.674,9	1.667,9
Privado	1.292,1	2.096,9
a) Del exterior en España	1.834,4	2.568,8
Inversiones	644,4	1.150,8
Créditos	1.190,0	1.418,0
b) De España al exterior	- 542,3	- 471,9
Público	382,8	- 429,0
8. Capital a corto plazo	250,7	98,3
9. DEG asignados	-	70,0
10. Instituciones bancarias privadas	- 13,9	1.051,9
11. Variación de reservas centrales	-3.243,1	-2.815,7
12. Errores, omisiones y diferencias de valoración	192,4	- 48,3

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

en torno al 9 %, destacando las ventas de bienes de capital cuyo avance en términos reales parece estar siendo extraordinariamente elevado.

En términos de Aduanas, el déficit comercial medido en millones de dólares fue en los siete primeros meses del año de 3.317,4 millones de dólares, 123,5 millones de dólares menos que en los mismos meses de 1978. La información facilitada por el departamento extranjero del Banco de España sobre la evolución de la balanza de caja llega hasta el mes de agosto del año en curso, siendo el déficit acumulado por la balanza comercial en ese período de 4.386,3 millones de dólares, 1.780 millones más que en igual período del año precedente. Tan fuerte discrepancia con los datos de Aduanas, que no puede explicarse por el mes de diferencia entre una y otra base, sobre todo si se tiene en cuenta que el registro de caja contabiliza las importaciones f.o.b. y Aduanas lo hace c.i.f., se debe, como más adelante se analizará, a fuertes movimientos de capital a corto plazo no contabilizados que están afectando desde hace meses a la contabilización en términos de caja. Esta es la causa de que el saldo de la balanza por cuenta corriente según esta última fuente, que en el período enero-agosto de 1979 fue de - 24 millones de dólares, no sea en absoluto representativo de la cifra que debe haberse alcanzado

en términos de transacciones que, en cualquier caso, se habrá situado durante dicho período con un superávit por encima de los mil millones de dólares.

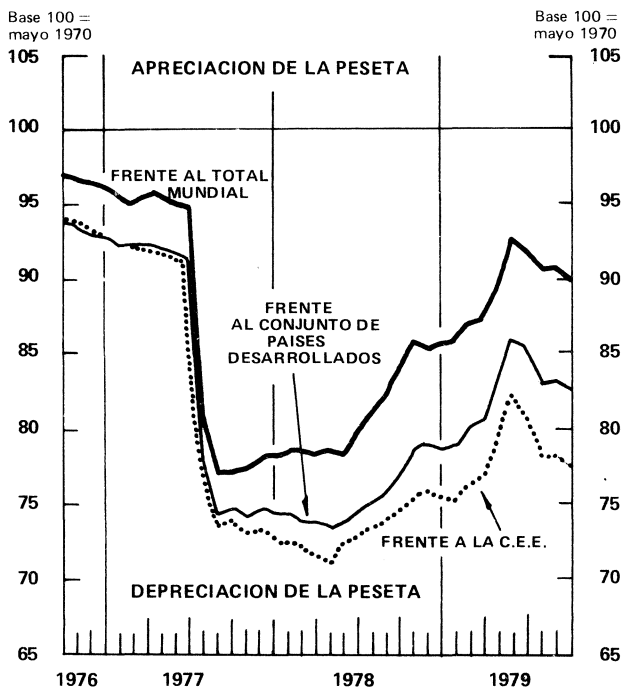
Sólo queda por referirse, dentro del análisis de las cifras del registro de caja, a la evolución de los ingresos por turismo que en los ocho primeros meses de 1979 alcanzaron un valor de 4.255 millones de dólares, un 21,5 % más que en el mismo período del año anterior. Esta tasa, relativamente reducida en comparación con las que se alcanzaron durante los primeros meses del año, se corresponde con el apreciable descenso registrado en el número de extranjeros entrados en España durante los meses centrales del año. Este descenso, para el período enero-agosto y en relación con el año precedente, fue del 2 %.

La balanza de pagos por cuenta de capital

Durante los ocho primeros meses de 1979 las entradas netas de *capital exterior a largo plazo* supusieron una aportación de divisas a la economía española equivalente a 1.668 millones de dólares. Si bien esta cifra es prácticamente igual a la registrada durante el mismo período de 1978, su composición por sectores es bien diferente entre uno y otro año. Así, los ingresos netos de capitales con vencimiento superior a un año recibidos por el *sector privado* entre enero y agosto de 1979 fueron superiores en 1.805 millones de dólares a los registrados durante los mismos meses del año anterior; por el contrario, la actuación del *sector público* (1) dio lugar a unas salidas netas de divisas de 429 millones de dólares en los ocho primeros meses de 1979, cuando en el mismo lapso de tiempo de 1978 había contribuido con 383 millones de dólares al aumento de las reservas exteriores.

El fuerte aumento registrado en los ingresos netos por capital privado a largo plazo debe ser atribuido a la gran vitalidad de las inversiones extranjeras en España y al fuerte recurso de la economía española a los préstamos financieros del exterior, mientras que los créditos comerciales concedidos por no residentes se han mantenido a un nivel bastante bajo y similar al de 1978. Dentro de estas líneas generales debe señalarse, sin embargo, que en el mes de agosto se han producido disminuciones de diversa cuantía en los dos componentes más dinámicos del capital privado a largo plazo. En primer lugar, los ingresos brutos por inversiones fueron en dicho mes de 185 millones de

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



dólares mientras que en todos los anteriores —exceptuando febrero— se habían situado holgadamente por encima de los 200; disminución que, en sí, no es muy elevada y que puede ser debida en su mayor parte a factores de tipo estacional. La caída en las entradas brutas de divisas por préstamos financieros, sin embargo, puede ser más significativa. El hecho de que frente a unos ingresos medios mensuales de 293 millones de dólares durante el período enero-julio de este año se registren tan sólo 128 millones en agosto puede indicar que habiéndose dispuesto la práctica totalidad de las autorizaciones concedidas ante el establecimiento del depósito obligatorio del 25 % —a finales de abril de ese año— el impacto de dicha medida se hace ahora más notorio.

Las inversiones y créditos en el exterior del sector privado residente en España, por su parte, originaron unas salidas netas de 429 millones de dólares en los ocho primeros meses de 1979, unos 30 millones menos que en el mismo período de 1978. A dicha cifra se llegó tras un aumento de 98 millones de dólares respecto del valor del año anterior en las inversiones netas españolas en el exterior y una caída de 68 millones en los créditos concedidos a no residentes.

(1) A efectos del registro de caja se recogen dentro del sector público los préstamos del INI y sus empresas y los de RENFE.

El sustancial cambio de sentido que se desprende

de la comparación entre 1978 y 1979 de la cifra global de *capital público a largo plazo* para el período de referencia ha sido debido básicamente a la fuerte disminución del recurso al exterior del sector público y a un aumento notable de las amortizaciones de los préstamos recibidos. Ello responde al mantenimiento por las autoridades españolas durante 1979 de la política establecida en la última parte de 1978, viéndose influidos los resultados por la amortización en la primera mitad de 1979 de varios tramos correspondientes a la «oil facility» del F. M. I. por un equivalente a 517 millones de dólares.

Las entradas netas de divisas por *capital a corto plazo* alcanzaron un valor de 98,3 millones de dólares en los ocho primeros meses de 1979, frente a los 251 millones de similar periodo de 1978. Esta cifra se refiere, como se ha indicado en repetidas ocasiones, a los préstamos y créditos financieros a plazo inferior a un año, no comprendiendo los créditos comerciales de igual vencimiento, cuyo valor no recoge el registro de caja y sólo puede calcularse de forma muy aproximada por comparación entre las cifras de importaciones y exportaciones de Aduanas y las del registro de caja, ambas previamente depuradas y homogeneizadas. En este aspecto, puede afirmarse que los créditos comerciales a corto plazo, junto con los desfases especulativos en los cobros y pagos, han podido representar unas salidas de divisas no inferiores a los 1.500 millones de dólares durante los siete primeros meses del año en curso.

La actuación de la banca delegada en los mercados monetarios internacionales durante el período ene-

ro-agosto ha ocasionado unos ingresos netos de 1.052 millones de dólares frente a unas pequeñas salidas netas en el correspondiente de 1978. La entrada de fondos exteriores para su abono en cuentas de pesetas a nombre de no residentes fue de 133 millones de dólares frente a 60 millones en 1978; los créditos interiores en divisas concedidos al amparo del mecanismo de la circular 9-DE dieron lugar a unas entradas netas de casi 1.000 millones de dólares, cifra notable si se compara con unas salidas cercanas a los 100 millones en 1978 y se tiene en cuenta además la política disuasoria de las autoridades; por último, la posición en divisas de la banca delegada aumentó en 78 millones de dólares.

Según se deduce de todo lo expuesto la captación de capital exterior por la economía española continuó siendo muy fuerte en los ocho primeros meses de 1979, superando con creces el ligero déficit por cuenta corriente según datos de caja. Como consecuencia, las reservas exteriores de divisas, que volvieron a incrementarse en agosto en 521,1 millones de dólares, han registrado un aumento entre enero y agosto de este año de 2.893,9 millones de dólares, si se considera en ambos casos la posición de la banca delegada, y de 389,7 y 2.815,7 millones, respectivamente, si únicamente se tienen en cuenta los activos en poder del Banco de España.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

Durante el período comprendido entre el 17 de septiembre y el 11 de octubre últimos la *cotización al contado* de la peseta continuó manteniendo la tónica de estabilidad frente al dólar USA que ha caracterizado su evolución desde el pasado mes de mayo. Su tipo de cambio medio semanal pasó de 66,076 ptas/\$ a 66,107 ptas/\$ entre la segunda semana de septiembre y su homónima de octubre, lo que representa una depreciación de la peseta de un 0,1 %. Respecto a las demás monedas, según puede verse en el cuadro 3, la evolución de la peseta fue bastante dispar, al compás de lo sucedido con la divisa americana en los mercados internacionales, terminando el período de referencia apreciada en cerca de un 3 % frente a la libra esterlina y en casi un 2 % en relación con la lira italiana y el yen japonés. Por el contrario, la peseta terminó depreciada respecto de las demás monedas pertenecientes al Sistema Monetario Europeo y el franco suizo, variando su intensidad entre el 0,2 % correspondiente al florín holandés y el 1,3 % del marco alemán.

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

Semana del 8 al 12 de octubre

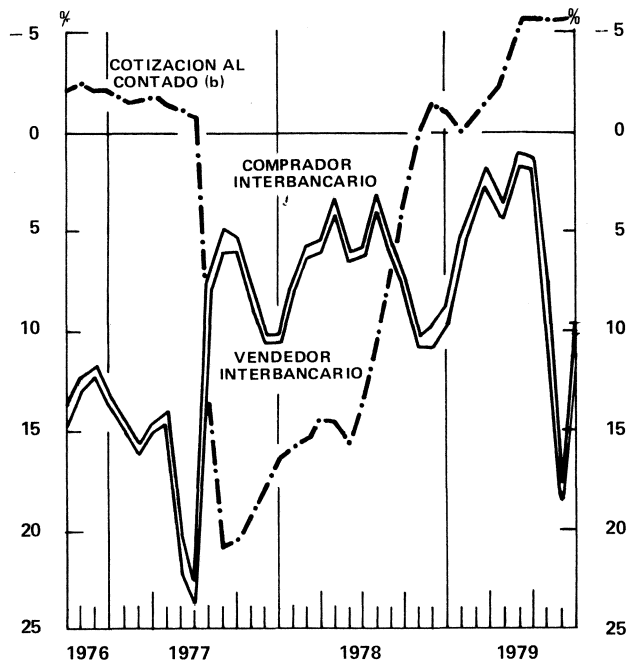
	Semana del 10 al 14 sept.	Ultima semana de 1977	Semana del 12 al 15 de julio de 1977 (b)
Dólar USA	-0,10	6,19	31,32
Yen japonés	1,55	23,51	12,04
Franco suizo	-1,00	5,72	-12,06
Marco alemán	-1,26	4,19	2,82
Franco belga	-0,48	6,51	6,76
Florín holandés	-0,19	6,71	6,51
Franco francés	-0,77	6,45	13,43
Libra esterlina	2,86	0,09	4,63
Lira italiana	1,78	6,01	23,24

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

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

2. Cotización a plazo de la peseta (Ø)

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



aumento de 3.145,6 millones de dólares sobre su valor al término de 1978.

En el *mercado a plazo* continuó produciéndose el fenómeno de distensión que, tras la brusca reacción oferente de pesetas del mes de julio, se inició en la segunda mitad de agosto para cobrar intensidad durante el mes siguiente. El tipo de cambio medio semanal de la peseta a tres meses se situó en la segunda semana de octubre en 67,26 ptas/\$, lo que frente a las 69,15 ptas/\$ correspondientes a la semana central de agosto representa una apreciación de la peseta del 2,8 %. El descuento de la peseta a plazo sobre el cambio al contado descendió de unos valores superiores al 21 % a comienzos del último mes citado hasta el 7 % de la segunda semana de octubre. Este proceso coincide con un período de ausencia de tensiones en el mercado interbancario de dinero en el que se viene registrando una caída de los tipos de interés a corto plazo que sitúa el diferencial con el precio del dinero en los mercados exteriores claramente en contra de la entrada de capitales en España.

18-X-79

Por lo que se refiere a la evolución de la peseta a lo largo del período antes mencionado, su cotización media efectiva, que se mantuvo estable o ligeramente al alza en su primera semana, registró una caída de cierta intensidad durante las dos siguientes para recuperarse en la que puso final al mismo. El índice medio semanal frente al total del mundo se situó así en la segunda semana de octubre a igual nivel que en la misma semana del mes anterior, mientras que los índices relativos a los países desarrollados y al Mercado Común, con unas oscilaciones lógicamente más bruscas que el correspondiente al mundo, terminaban dicho período ligeramente por encima de su valor de partida.

La intervención del Banco de España en el mercado al contado tuvo un signo netamente comprador de dólares durante las cuatro semanas a que hace referencia este artículo. Las reservas exteriores españolas se vieron aumentadas, como consecuencia, en 251,7 millones de dólares durante el mes de septiembre a los que hay que añadir los 44,5 millones que supusieron las compras netas del Banco de España, en los dos mercados, durante las dos primeras semanas de octubre. A finales del mes pasado, por lo tanto, las reservas españolas de oro y divisas se situaron en 13.161,0 millones de dólares, lo que representa un

Sector público

Por Ley 1/1979, de 19 de julio, se aprobaron los Presupuestos Generales del Estado para 1979, que programan unos ingresos no financieros de 1.655,9 m. m. y unos créditos para pagos no financieros de 1.825,2 m. m., incluyendo las dotaciones para inversiones al servicio de la política económico-social, resultando, por tanto, un déficit no financiero de 169,3 m. m. Esta tardía entrada en vigor del presupuesto ha perturbado su normal ejecución en lo referente a los pagos, lo que unido a las innovaciones legislativas introducidas por la reforma fiscal en curso, complica el análisis de la actividad presupuestaria y reduce el significado de las operaciones realizadas en el transcurso de los ocho primeros meses del año.

En este período, el Estado muestra en sus operaciones presupuestarias y extrapresupuestarias, un déficit de 80 m. m. Las operaciones presupuestarias en sentido estricto reflejan un déficit de 98 m. m., mientras las operaciones extrapresupuestarias (secciones extrapresupuestarias y operaciones de Tesorería) arrojan un superávit de 18 m. m.

Los pagos realizados no financieros —véase cuadro 1— han aumentado en un 26,4 %. Ahora bien, con relación a estos pagos debe establecerse la distinción entre los realizados con cargo al presupuesto corriente, que se habían incrementado en un 18 % respecto a los del período enero-agosto de 1978, y los

1. Estado. Ingresos y pagos realizados no financieros

	Importe		Tasa de crecimiento
	ENE-AGO 1979	ENE-AGO 1978	
SALDO DE LAS OPERACIONES NO FINANCIERAS	- 79,5	- 44,2	79,9
Presupuesto	- 97,9	- 37,7	—
Ingresos no financieros	962,3	801,1	20,1
Pagos no financieros (a)	-1.060,2	-838,8	26,4
Secciones presupuestarias	- 42,9	- 14,2	—
Anexo	12,7	3,2	—
Apéndice	- 21,9	- 9,3	—
Corporaciones locales	- 33,7	- 8,1	—
Operaciones de Tesorería	61,3	7,7	—
Deudores	2,6	16,8	—
Acreedores	- 67,6	24,7	—
Giros y remesas	- 8,9	- 0,2	—

(a) Se deducen de los pagos totales los de amortización de préstamos y deudas correspondientes al presupuesto del año (corriente). No se deducen los pagos por resultados de esos conceptos, por no disponerse de información desagregada.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

pagos realizados correspondientes al período de ampliación del ejercicio anterior, que se han incrementado en un 111 %. Por consiguiente, parte de los pagos efectuados en estos ocho meses derivan de los retrasos en la ejecución del presupuesto del año anterior. Cabe recordar que, en 1978, la relación pagos realizados-créditos presupuestados para el conjunto del año fue inferior en 4 ó 5 puntos a la media de los últimos años. El déficit en que se está incurriendo representa, por tanto, en una parte no desdeñable, un traslado a este año de un déficit no asumido en el ejercicio anterior. El 18 % de crecimiento en los pagos no financieros del presupuesto corriente realizados hasta agosto queda sensiblemente distante del 26 % que resulta de comparar los presupuestos iniciales de 1978 y 1979, por lo que cabe esperar una aceleración de estos pagos en los cuatro últimos meses del año (1).

El cuadro 2 recoge la distribución y comparación de los pagos ordenados para los meses de enero a agosto de 1978 y 1979. Se observa que la ejecución presupuestaria de los pagos corrientes, salvo en el caso de las transferencias corrientes, está discutiendo con normalidad; por el contrario, en los gastos de inversión, el retraso en la aprobación del presupuesto está ocasionando retrasos considerables de ejecución. Estos hechos deben tenerse en cuenta también a la hora de valorar la incidencia expansiva del gasto público hasta ahora y la que cabe esperar en lo que queda de año.

2. Estado. Pagos ordenados no financieros por presupuesto corriente

	Importe		Tasa de crecimiento
	ENE-AGO 1979	ENE-AGO 1978	
GASTOS NO FINANCIEROS	979,9	894,6	9,5
Gastos corrientes	794,3	691,2	14,2
Consumo público	476,9	399,5	19,4
Remuneraciones de personal	434,0	359,1	20,9
Compras de bienes y servicios	42,9	40,4	6,2
Intereses	6,3	6,2	—
Transferencias corrientes	311,1	285,5	9,0
Gastos de capital	175,6	203,4	-13,7
Inversión real	63,5	61,1	3,9
Transferencias de capital	112,1	142,3	-21,8

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

(1) Incluyendo, en 1978, 40 m. m. del Fondo de acción coyuntural y, en 1979, 104,5 m. m. de dotaciones para la política económico-social.

3. Estado. Ingresos presupuestarios (excluidos los pagos por desgravación fiscal a la exportación)

	Importe		Tasas de crecimiento
	ENE-AGO 1979	ENE-AGO 1978	
TOTAL INGRESOS	1.013,1	836,2	21,1
Ingresos no financieros	961,8	794,0	21,1
Impuestos directos	483,7	386,2	25,3
Sobre la renta personas físicas	153,3	—	—
Sobre la renta de sociedades	89,5	—	—
Otros	240,9	—	—
Impuestos indirectos	400,5	351,4	14,0
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	80,2	68,8	16,6
Tráfico de empresas	55,1	64,6	-14,8
Especiales	17,5	24,3	-28,0
Lujo	126,5	98,3	28,7
Monopolios fiscales	46,8	22,4	108,9
Tráfico exterior	74,3	72,9	1,9
Otros ingresos no financieros	78,3	56,5	38,6
Ingresos financieros	50,5	42,5	18,8
Ingresos presupuestarios sin deducir los pagos por desgravación fiscal			
TOTAL INGRESOS	1.112,9	909,3	22,4
Ingresos no financieros	1.061,7	866,8	22,5
Impuestos indirectos	500,3	424,2	17,9
Tráfico de empresas	101,2	98,2	3,0
Especiales	32,6	35,3	- 7,7
Tráfico exterior	112,9	101,1	11,7
Desgravación fiscal a la exportación	99,8	72,8	37,1

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

El cuadro 3 recoge los ingresos presupuestarios del Estado en los ocho primeros meses de 1978 y 1979. El crecimiento de los ingresos no financieros ha sido del 21,1 %, inferior al 24,1 % que resulta de comparar el presupuesto aprobado para 1979 con los resultados de 1978. Un análisis más desagregado permite observar como los impuestos directos han crecido en un 25 %, frente al 24,1 % previsto. El fuerte incremento del primer semestre ha tendido a disminuir, ya que en los primeros meses del año se ha concentrado la recaudación de impuestos devengados en 1978 y desaparecidos con la reforma en curso (caso del I. R. T. P., por ejemplo). La falta de homogeneidad entre las figuras impositivas y la modificación de los plazos de cumplimiento de las obligaciones tributarias excluye una comparación exhaustiva de los impuestos directos en los ocho meses de 1978 y 1979, aunque cabe resaltar que la tributación por rentas de trabajo au-

mentó un 39 % entre ambos períodos, considerando en 1979 el I. R. T. P. y la retención del impuesto sobre la renta y en 1978 el I. R. T. P. El aumento de los impuestos indirectos ha sido del 14,0 %, inferior al 23,7 % previsto. No obstante, si se incluyen en estos impuestos los pagos por desgravaciones fiscales a la exportación, cuyo aumento entre los primeros semestres de 1978 y 1979 ha sido del 37 %, el incremento de los impuestos indirectos ha sido el 18 %. Por figuras impositivas los crecimientos son muy dispares, consecuencia, entre otras razones, de medidas adoptadas a lo largo del período (modificaciones en los derechos de importación, por ejemplo) y de la desigual incidencia de las deducciones de la desgravación a la exportación en ellas.

Resulta difícil precisar, en un año tan complejo, unas previsiones sobre el déficit presupuestario del Estado para 1979. Sin embargo, una estimación razonable podrá situar, en estos momentos, los ingresos presupuestarios, no financieros del año (excluyendo por tanto los procedentes de préstamos exteriores y de emisión de deuda) en unos 1.590 m. m. (creciendo menos de lo previsto) y los gastos en unos 1.835 m. m.; con lo que el déficit de las operaciones no financieras ascendería a 245 m. m., a los que habría que añadir unos 5 m.m. más por operaciones extrapresupuestarias, que elevarían el déficit a unos 250 m.m.

En la Seguridad Social por su parte, cabe prever un déficit de caja para el conjunto del año que podrá oscilar entre cero y 15 m. m. El déficit real puede ser algo superior, pero la posibilidad de retrasar temporalmente algunos pagos (incluso hasta 30 m. m.) permitirá alcanzar prácticamente un cierre de ejercicio equilibrado. Aun cuando a mediados de año se previó un déficit más elevado, los mayores ingresos provenientes de la reciente aprobación de una moratoria y los resultados sobre las cotizaciones de las subidas de salarios resultantes de su reciente revisión, junto al incremento de la subvención estatal para el seguro de desempleo (20 m. m. adicionales) explican la práctica eliminación del déficit esperado (1).

Según puede comprobarse en el cuadro 4, en el primer semestre de 1979 las cotizaciones han aumentado del orden del 31 % y los gastos lo han hecho en

(1) Para acogerse a la moratoria, los empresarios tienen que haber ingresado la cuota ordinaria del mes de agosto y, además, seguir ingresando las cuotas ordinarias futuras con regularidad. Asimismo deben ingresar obligatoriamente aquellas partes de las cuotas que corresponde a la aportación obrera, para tener derecho a la moratoria de la parte empresarial. En virtud de estos ingresos se espera recaudar de 15 a 25 m. m. más, a los que se sumarán los ingresos adicionales por elevación de las bases de cotización resultantes de la revisión salarial.

un 19 %; aunque las prestaciones aumentan en un 34 %, los gastos de asistencia sanitaria lo hacen en un 12,4 %. Dentro de las prestaciones se detecta una rápida aceleración de los gastos por incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional; el aumento de las pensiones, aunque menor que en igual período del año anterior, se aproxima a lo previsto en el presupuesto inicial; el fuerte aumento de los gastos de desempleo es resultado del aumento del número de perceptores, que pasó de 444.927 en diciembre de 1978 a 516.409 en junio de 1979, y del importe de la prestación media en mano que en pesetas-mes pasó de 17.880 pesetas en diciembre de 1978 a 22.850 pesetas en junio, consecuencia de la incorporación de nuevos perceptores con bases de cotización más elevadas. Los gastos en asistencia sanitaria aumentaron de forma moderada debido a la estabilidad del consumo farmacéutico y a la contención en los gastos de equipamiento y funcionamiento hospitalario.

En conjunto, el sector público, en lo que lleva de año, tuvo una actitud menos expansiva de lo que podía esperarse, debido a la tardía entrada en vigor del Presupuesto del Estado y a la contención de ciertos gastos de las Corporaciones Locales y de la Seguridad Social, limitados estos últimos por las disponibilidades de recursos. Pese a todo, las transferencias realizadas a las economías domésticas en forma de prestaciones de la Seguridad Social (prestaciones que han aumentado a ritmo más rápido que el de las cotizaciones) han servido para sostener la demanda interna, al apoyar el mantenimiento del consumo privado.

El consumo público, a la vista de los primeros datos provisionales, ha debido de aumentar, en pesetas corrientes, en el primer semestre, a una tasa del 18 %, debido, sobre todo, a la contención de las compras de bienes y servicios (tanto en las del Estado como en las de las Corporaciones Locales y la Seguridad Social). En términos reales, el consumo público debe de haber aumentado en torno al 4 %. La recuperación de las compras en el segundo semestre del año podrá acercar la tasa de crecimiento real del consumo público a un 5 %.

La inversión pública ha pulsado con escasa fuerza en el primer semestre. En términos monetarios, la inversión ha decrecido alrededor de un 5 % respecto a igual semestre del año anterior, lo que implica un descenso en términos reales de alrededor del 17 %. Las previsiones para el segundo semestre anuncian una reactivación importante de la inversión; pero, en todo caso, parece difícil que la inversión en términos monetarios rebase el 25 % de aumento en el año, lo

4. Seguridad Social. Ejecución presupuestaria

	I m p o r t e						Tasas de crecimiento		
	1978			1979			I TR	II TR	I SEM
	I TR	II TR	I SEM	I TR	II TR	I SEM			
Ingresos no financieros (1)	298,7	271,8	570,5	363,2	408,6	771,8	21,6	50,3	35,2
Ingresos corrientes	297,7	270,3	568,0	363,2	408,5	771,7	22,0	51,1	35,9
Cotizaciones	247,0 (2)	266,0 (2)	513,0	332,7	341,5	674,2	34,7	28,3	31,4
De las que:									
<i>Percepción sobre productos del campo</i>	—	—	—	1,7	1,3	3,0	—	—	—
Rentas e intereses del patrimonio	0,4	0,8	1,2	0,6	0,9	1,5	—	—	25,0
Transferencias externas recibidas	47,0	0,5	47,5	27,3	62,0	89,3	-41,0	—	88,0
De las que:									
<i>Subvenciones del Estado</i>	46,7	0,2	46,9	26,9	61,3	88,2	—	—	88,0
Ingresos por servicios prestados	3,3	3,0	6,3	2,6	4,1	6,7	21,3	36,7	6,3
Ingresos de capital	1,0	1,5	2,5	—	0,1	0,1	—	—	—
Pagos no financieros (1)	282,9	362,5	645,4	379,2	385,5	764,7	42,9	6,3	18,5
Pagos corrientes	280,5	328,6	609,1	365,9	381,6	747,5	39,1	16,1	22,7
Personal	—	—	111,3	52,5	56,1	108,6	—	—	-2,5
Compras de bienes y servicios	—	—	67,8	34,3	35,9	70,2	—	—	3,5
Intereses	—	—	—	0,1	—	—	—	—	—
Transferencias corrientes	—	—	430,0	279,0	289,6	560,6	—	—	32,2
Pagos de capital	2,4	33,9	36,3	13,3	3,9	17,2	—	—	—
Inversiones reales	2,4	33,9	36,4	13,3	3,9	17,2	—	—	—
Transferencias de capital	—	—	—	—	—	—	—	—	—
SALDO NO FINANCIERO	15,8	-90,7	-74,9	-16,0	23,1	7,1	—	—	—

(1) Se eliminan, en 1978, los ingresos y pagos correspondientes al Servicio de Universidades Laborales, ya que en 1979 no figuran, a fin de facilitar las comparaciones.

(2) Estimadas las correspondientes al Instituto Social de la Marina y Organización de Trabajadores Portuarios y Mutuas Patronales de Accidentes de Trabajo.

FUENTE: Ministerio de Sanidad y Seguridad Social y Banco de España.

que implicaría un crecimiento en términos reales de alrededor del 10 %.

La actuación poco expansiva del consumo y la inversión pública ha venido parcialmente contrapesada por unas transferencias a las economías domésticas que han servido para afianzar el consumo privado. Las prestaciones de la Seguridad Social recibidas por las familias —cuyo volumen es muy superior a la suma de impuestos y cotizaciones pagadas por éstas— aumentaron un 35 % en el primer semestre (de ellas, las pensiones lo hicieron en un 31 %); los impuestos directos que gravan las rentas de trabajo lo hicieron en un 40 %, y las cotizaciones obreras a la Seguridad Social crecieron un 31 %. En términos netos, el importe de las prestaciones menos los impuestos directos y las cotizaciones pagadas por las familias pasaron de 80 m. m. en el primer semestre de 1978 a 126 m. m. en 1979, lo que implica un aumento de un 56 %. En cambio, las empresas, pese al bajo ritmo de aumento de los impuestos que gravan los beneficios de las sociedades, han debido verse afectadas por el retraso en las transferencias de capi-

tal con cargo al Presupuesto y por el incremento de las cotizaciones a la Seguridad Social, mayor del esperado.

Aun cuando es previsible un menor estímulo, por parte del sector público, al consumo privado y, en cambio, un mayor impulso a la inversión privada en el segundo semestre, alterándose así ligeramente las tendencias del primero, para el conjunto del año el sector público habrá ayudado a sostener el consumo privado y habrá desempeñado un papel ligeramente expansivo respecto a la inversión privada.

19-X-79

