

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

octubre 1982

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.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) 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 trimestr. $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. 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.
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] 100$. Centrada con seis meses de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.

Advertencias

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

Indice

Página

- 4 Evolución monetaria internacional
- 9 Evolución monetaria
- 17 Actividad, empleo, precios
- 24 Sector público
- 28 Sector exterior
- 34 Disponibilidades y activos líquidos en manos del público
- 41 Información del Banco de España
- 42 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro.
- 47 Indicadores económicos

Evolución monetaria internacional

Entre las semanas correspondientes al 17 de septiembre y al 15 de octubre, los tipos de cambios en los distintos mercados cambiarios registraron unas fluctuaciones algo menos intensas que en períodos precedentes. Según puede verse en el cuadro 1, en el conjunto del referido período, el dólar USA se mantuvo estable en términos de derechos especiales de giro (DEG), al tiempo que monedas tales como el marco alemán y la libra esterlina mostraban ligeras apreciaciones frente a dicha unidad de cuenta. Por el contrario, el yen japonés y la lira italiana se depreciaron sensiblemente —cerca de un 1 %— también en relación al DEG. No obstante, analizando la evolución a lo largo del período, es de destacar que, hasta la primera semana de octubre, el dólar USA siguió una línea alcista, alcanzando, al final de este ascenso, las máximas cotizaciones del año frente a las principales monedas. Poco después, las tendencias se invirtieron y la divisa americana volvió a colocarse, al término de la primera mitad de octubre, a los niveles de mediados de septiembre.

Así, pues, hasta los primeros días de octubre, los mercados cambiarios mantuvieron una actitud compradora respecto al dólar, fruto de unas expectativas de nuevo alcistas sobre los tipos de interés internos de Estados Unidos. De hecho, los tipos de interés se mantuvieron prácticamente inalterables, pero el excesivo crecimiento de la oferta monetaria despertó la expectativa de próximas actuaciones restrictivas de la Reserva Federal. Sin embargo, el día 7 de octubre la autoridad monetaria redujo en medio punto (hasta el 9,5 %) el tipo de redescuento, y el día 9 el presidente de la Reserva Federal anunció un importante cambio temporal en el modo de instrumentación de la política monetaria, produciéndose como resultado una reorientación de las expectativas de los tipos de interés plasmada en un descenso del tipo preferencial de los grandes bancos del 13,5 % al 12 % y en una fuerte subida de las cotizaciones en el mercado de valores. El cambio anunciado por la autoridad monetaria se refiere a la supresión transitoria de la consideración de la M-1 (1) como objetivo inmediato de la política monetaria, ya que, debido a razones técnicas, eran de esperar en los próximos meses fuertes crecimientos de esta magnitud, que podrían obligar a una actuación restrictiva de la Reserva Federal incoherente con las tendencias subyacentes de la economía —baja tasa de inflación, debilidad de la demanda y altos tipos de interés—. De acuerdo con los nuevos criterios establecidos, en los próximos meses, la autoridad monetaria observará la evolución de las magnitudes monetarias más amplias (M_2 y M_3), a la vez que prestará especial atención al

(1) La M-1 incluye el dinero en manos del público, los depósitos a la vista y todas las cuentas bancarias que, rindiendo un tipo de interés, son movilizables mediante cheques.

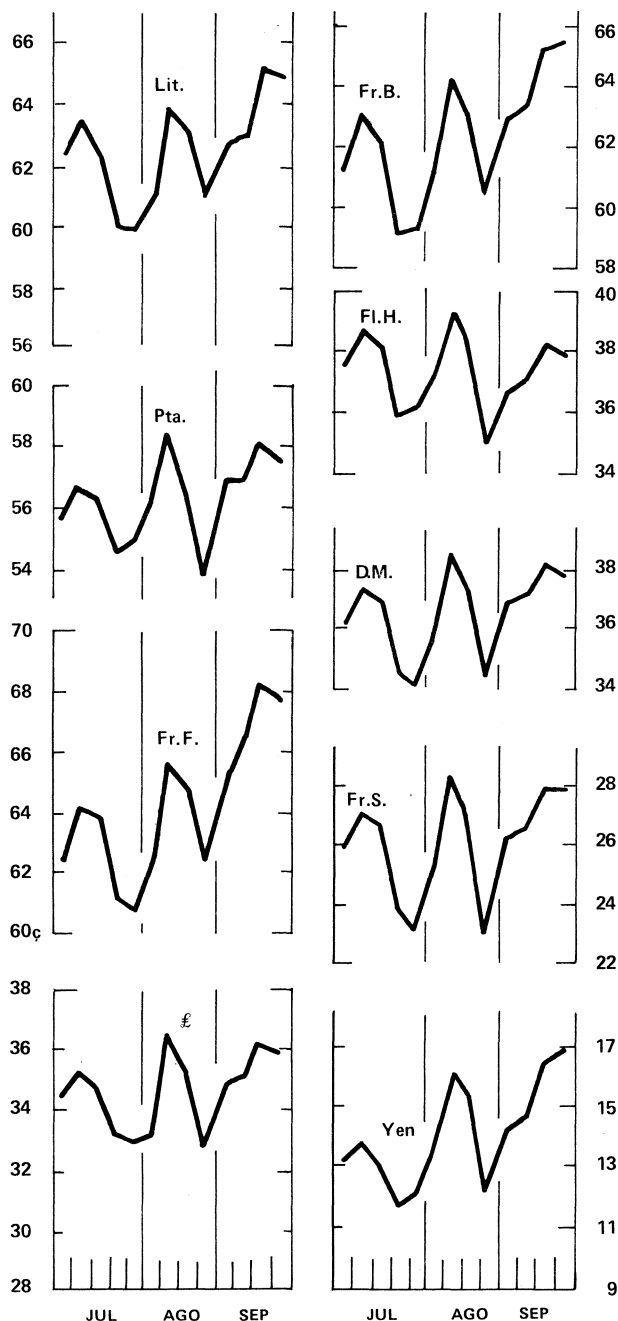
nivel de los tipos de interés y al estado general de la economía. En suma, la Reserva Federal propiciará, de ahora en adelante, una mayor armonía del nivel de los tipos de interés con el estado general de la economía, a la vez que intentará romper la relación que existía hasta ahora entre la evolución de M-1 y la alta volatilidad de los tipos.

La respuesta al descenso del coste del dinero registrado en Estados Unidos, por parte de los Bancos centrales de los demás países, fue diversa. Así, en Alemania y Francia, no hubo movimientos significativos, aunque es de suponer que, si se continúa el descenso de los tipos de interés del dólar, en dichos países también se producirá una reducción del coste del dinero. Por el contrario, en Holanda y Gran Bretaña, se propició el descenso de las tasas de interés, pero su disminución se verificó en menor escala que en Estados Unidos. Debido a ello, los diferenciales de interés del dólar, respecto a las demás monedas, registraron una ligera baja.

En cualquier caso, los tipos de cambio de las principales monedas se vieron afectados por otros factores que los puramente monetarios. Así, en la primera semana del período considerado, el marco alemán mostró cierta debilidad, que estaba relacionada con las incertidumbres provocadas por la crisis política interna (1). El yen japonés, por su parte, sufrió una considerable presión vendedora —que lo llevó a su cotización más baja desde 1976—, atribuible a las expectativas suscitadas por el anuncio de fuertes pérdidas de un Banco japonés en sus operaciones de cambio a plazo. Este hecho vino a añadirse, además, a la actual situación de la economía japonesa, con un fuerte déficit público y una debilidad de la producción, que puede haber afectado negativamente a las entradas de capitales exteriores a largo plazo. En el Sistema monetario europeo (SME), volvieron a manifestarse ciertas tensiones, que tuvieron su origen en la fuerte devaluación (16 %) de la corona sueca —que no pertenece al SME—, pues ello suscitó una especulación en contra de la corona danesa y, por asociación, también en contra de las demás monedas débiles del sistema, viéndose estos movimientos reforzados por la depreciación del dólar en favor de las monedas más fuertes del SME. Así, la corona danesa pasó a situarse en el extremo inferior de la parrilla, acercándose al máximo límite de divergencia permitido respecto a la paridad central, y el franco

(1) El recrudescimiento de los problemas internos de Polonia puede volver a afectar a los mercados cambiarios en el mismo sentido que en periodos anteriores, propiciando la colocación de fondos en Estados Unidos y favoreciendo la fortaleza del dólar.

1. Cotización al contado del dólar (Z)
Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar frente a las siguientes monedas



francés hubo de ser sostenido con fuertes intervenciones de las autoridades, pues, además de las razones apuntadas, las expectativas a la baja sobre la divisa

1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 11 al 15 de octubre de 1982

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 13-17 SEP 1982	Respecto última semana 1981
Dólar USA	1,08	0,06	7,65
Yen japonés	286,84	-1,09	-10,34
Franco suizo	2,30	0,20	-9,00
Libra esterlina	0,63	0,37	-2,60
Marco alemán	2,70	0,14	-2,64
Franco belga	52,42	-0,80	-15,09
Florín holandés	2,95	0,45	-1,76
Franco francés	7,64	0,10	-12,79
Lira italiana	1.537,88	-1,00	-8,79
Peseta	122,70	-0,46	-7,74

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

	Cotización frente al dólar USA		
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 13-17 SEP 1982	Respecto última semana 1981
Yen japonés	266,23	-1,15	-16,97
Franco suizo	2,14	-0,11	-15,66
Libra esterlina (b)	1,71	0,15	-9,81
Marco alemán	2,51	-0,07	-9,67
Franco belga	48,71	-1,03	-21,17
Florín holandés	2,74	0,27	-8,88
Franco francés	7,10	-0,10	-19,21
Lira italiana	1.429,54	-1,21	-15,41
Peseta	113,95	-0,58	-14,35

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

(b) En dólares USA por unidad nacional.

gala se vieron reforzadas por la publicación de un cuantioso déficit comercial en septiembre (1).

(1) En gran parte, el reciente aumento del déficit comercial francés se debe a los efectos a corto plazo de la depreciación del franco francés (efecto «J»). No obstante, poco después del período considerado, el gobierno francés tomó una serie de medidas para acelerar la corrección de este déficit, obligando a determinados sectores a un mayor ahorro energético, estimulando fiscalmente las exportaciones e incrementando los controles administrativos sobre las importaciones.

En el mercado del oro, la cotización del metal siguió una evolución que fue un reflejo de lo ocurrido en los mercados monetarios y cambiarios. De una cotización cercana a 450 dólares la onza a mediados de septiembre, pasó a un nivel inferior a 390 dólares a principios de octubre, en paralelo con la apreciación del dólar registrada en ese período, y bajo el influjo de ciertos rumores de posibles ventas de metal por parte de Africa del Sur por necesidades de divisas. Posteriormente, sin embargo, la demanda de metal volvió a aumentar y la cotización superó pronto la cota de 400 dólares, terminando, al finalizar el período, en un nivel próximo a 430 dólares la onza.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

Entre las semanas correspondientes al 17 de septiembre y al 15 de octubre, el tipo de cambio al contado de la peseta no mostró más que ligeras variaciones, tanto frente a las principales monedas como en términos medios ponderados. En relación a las monedas no europeas, la peseta se depreció un 0,6 % frente al dólar USA y se apreció un 0,5 % frente al yen japonés. Con respecto a las europeas, la peseta se depreció frente a la mayoría, si bien en porcentajes inferiores al 0,9 %, y se apreció por debajo del 0,7 % frente al franco belga y a la lira italiana. Como resultado de estas variaciones, el índice de posición efectiva apenas varió frente al mundo, se apreció ligeramente respecto a los países desarrollados y se depreció —también con poca intensidad— en relación a la CEE.

En el perfil temporal del período considerado, la peseta mantuvo una línea de comportamiento muy estable frente a las principales monedas europeas, mostrando, por lo tanto, unas fluctuaciones frente al dólar muy similares a las de aquellas. Así, hasta principios de octubre, el tipo de cambio frente a la divisa americana se depreció un 2 %, hasta superar la cota de 115 pesetas/dólar (alcanzando así un record histórico), y luego, hasta el final del período, se apreció un 1,5 % (1).

Uno de los factores que han podido influir en esta evolución del tipo de cambio de la peseta es el comportamiento de los diferenciales de interés descubiertos. Al estancamiento y posterior descenso de los tipos de interés exteriores, se sumó un considerable aumento de los tipos de interés internos, especialmente intenso desde principios de octubre, produciéndose, como

(1) Cerrado el informe, en los días posteriores al período considerado, el tipo de cambio de la peseta volvió a alcanzar un nuevo récord, propiciado por una nueva subida del dólar frente a todas las monedas.

consecuencia de ello, una ampliación del diferencial de interés descubierto respecto a las principales monedas. Así, frente al eurodólar, el diferencial descubierto a un mes pasó de niveles cercanos al 2 % a cotas superiores al 7 %. Sin embargo, esta evolución se vio compensada por una ampliación del descuento de la peseta a plazo, que se comentará más adelante.

En cuanto a la intervención del Banco de España en el mercado al contado, las autoridades tuvieron una actitud moderadora de los movimientos del tipo de cambio en los dos sentidos, lo que propició, en las dos últimas semanas de septiembre, una alternancia de las compras y las ventas, aunque con cierto predominio de estas últimas. Durante los primeros días de octubre, el sentido de la intervención cambió, registrándose entradas netas de divisas, si bien, poco después, las ventas volvieron a superar a las compras. En el mes de septiembre, se produjo una disminución neta en las reservas de divisas de 308,7 millones de dólares, situándose el saldo de las reservas oficiales de oro y divisas, a 30 de septiembre, en 12.913 millones de dólares. En los meses transcurridos del año, la disminución de reservas fue, por tanto, de 2.424,1 millones. A esta cantidad hay que restarle, sin embargo, 686,5 millones, debido a los ajustes a la baja practicados en la valoración de las reservas de oro, en virtud del acuerdo del Consejo Ejecutivo del Banco de España de 29 de diciembre de 1981 (1).

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

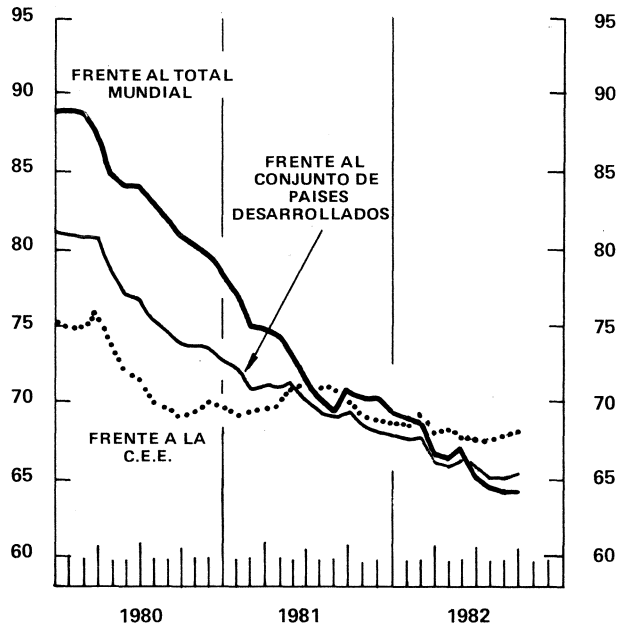
Semana del 11 al 15 de octubre de 1982

	Semana 13-17 SEP 1982	Ultima semana 1981	Semana 12-15 JUL 1977 (b)
Dólar USA	-0,58	-14,35	-23,81
Yen japonés	0,52	3,16	-23,34
Franco suizo	-0,47	1,56	-32,38
Marco alemán	-0,50	-5,17	-16,27
Franco belga	0,46	8,65	4,26
Florin holandés	-0,85	-6,00	-14,74
Franco francés	-0,48	6,02	11,33
Libra esterlina	-0,72	-5,04	-23,40
Lira italiana	0,64	1,26	23,40
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
-mundo	-0,05	-7,20	-14,57
-países desarrollados	0,26	-3,17	-9,23
-CEE	0,33	-0,64	-4,57

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



En el mercado a plazo, el tipo de cambio de la peseta frente al dólar registró una depreciación entre mediados de septiembre y los primeros días de octubre; es decir, evolucionó en el mismo sentido que el tipo al contado, si bien con una mayor intensidad que este último, lo que se tradujo, por tanto, en un aumento del descuento de la peseta. A partir de principios de octubre, sin embargo, mientras el tipo de cambio al contado se apreciaba, el tipo a plazo continuó depreciándose, aumentando así considerablemente el descuento de la peseta. Volvió a producirse, además, desde el principio del período, una inversión en la estructura de los descuentos, de tal forma que los de más corto plazo se situaron por encima de los de plazo superior. Este fenómeno, que se había interrumpido en la primera quincena de septiembre, había venido produciéndose hasta entonces desde finales de junio. Ello podría responder tanto al ajuste técnico derivado de la distinta evolución de los diferenciales descubiertos de interés de desigual plazo, como a una orientación, en ese sentido, de las expectativas sobre el tipo de cambio al contado. Dichas expectativas pudieron ser suscitadas por diversos factores de difícil valoración, que abarcan desde los de orden político hasta el reflejo de las tensiones del SME, a las que ya hemos hecho referencia. Conviene recordar, sin embargo, el comportamiento de la peseta en la última decena de junio, cuando fue practicado el último reajuste de las paridades del SME; en dichas fechas, la peseta registró una fuerte apreciación frente al franco

(1) Véase *Boletín Económico* de enero de 1982.

francés, siguiendo, desde entonces, una línea ascendente frente a esta moneda.

En relación a las demás monedas, la evolución del tipo de cambio a plazo hizo que aumentara el descuento de la peseta, compensando así el aumento de los diferenciales de interés descubiertos a favor de la peseta.

Los últimos datos disponibles sobre el tipo de cambio efectivo real (TCER), medido por los precios al consumo, son los de agosto de 1982. En los meses transcurridos desde principios de año, el TCER se mantuvo prácticamente estable frente a los países desarrollados, mientras que registró una ligera apreciación (en torno al 3 %) frente a la CEE. Cabe destacar que la media de los ocho primeros meses del año del TCER, frente a los países desarrollados, se depreció en un 1.2 % respecto a la media de los mismos meses de 1981, al tiempo que el TCER medio para la CEE se apreciaba en un 1.4 %. Teniendo en cuenta las dificultades de medición que entrañan estos índices, se puede concluir, por lo tanto, que los movimientos del tipo de cambio de la peseta han ido compensando, aproximadamente, las divergencias habidas entre la tasa de inflación española y la media de los países más importantes.

23-X-1982.

Evolución monetaria

El ritmo de expansión del saldo medio de las disponibilidades líquidas experimentó una fuerte aceleración en el mes de septiembre, poniendo fin al período de crecimiento moderado que venía registrando este agregado desde el pasado mes de junio.

La apelación del sector público a los mercados financieros interiores fue de escasa importancia en el transcurso del mes de septiembre. Ello se debió, en gran parte, al abono de los beneficios del Banco de España que se produjo hacia la mitad del mes. Los activos del sistema crediticio frente al exterior sufrieron, en términos desestacionalizados, un ligero descenso; y las estimaciones realizadas de los recursos financieros otorgados al sector privado muestran, a lo largo del período objeto de análisis, tasas de avance muy moderadas.

Así, pues, con el conjunto de información disponible, el incremento registrado por el saldo medio diario de M_3 sólo resulta, en principio, explicable por el fuerte descenso del saldo neto del resto de cuentas del sistema crediticio, que engloban una gran variedad de conceptos: desde la captación de recursos en los mercados de renta fija y variable hasta cuentas transitorias o variaciones en el activo real. Hay que tener en cuenta, no obstante, que las fuentes de datos disponibles son distintas: cifras diarias del coeficiente de caja para las disponibilidades líquidas y de la contabilidad del Banco de España para el recurso del sector público y los activos del mismo frente al exterior, y saldos de balance a fin de mes para el crédito al sector privado y otras partidas; y que, aparte del componente errático más elevado de las cifras observadas en un solo día del mes, la localización temporal de un cambio en el ritmo de avance del sistema crediticio proporcionada por una y otra puede resultar también diferente. De hecho, el intenso avance registrado por el saldo medio diario de M_3 se gestó en los últimos días de agosto, y el crecimiento observado a lo largo del mes de septiembre fue, sin embargo, muy moderado.

La oferta de activos de caja instrumentada por el Banco de España solamente atendió en parte la expansión de la demanda de fondos, induciendo con ello una elevación de tipos en los mercados monetarios y una sustancial reducción de los activos de caja excedentes del sistema bancario.

Es muy posible que, en los próximos meses, continúe produciéndose una tendencia a la aceleración de las magnitudes monetarias. El factor que aparece como principal impulsor de tal tendencia es el crédito al sector privado. Los indicadores disponibles muestran una cierta recuperación de la demanda, que, probablemente, quedará reforzada, de una parte, por la necesi-

dad de financiar el reajuste salarial correspondiente a los convenios con cláusula de revisión automática, y, de otra, por la intensificación del desplazamiento registrado desde crédito exterior a crédito interior, y por el intento, en definitiva, de mejorar las posiciones en moneda extranjera.

En el caso de confirmarse estas previsiones referentes al último trimestre del año, es probable que persistan las situaciones de tensión en los mercados monetarios, como consecuencia de la resistencia de la autoridad monetaria a aceptar aceleraciones en el ritmo de avance de la cantidad de dinero que puedan poner en serio peligro la consecución de los objetivos diseñados para el conjunto del año, con los efectos consiguientes sobre las expectativas de inflación y el déficit de la balanza de pagos.

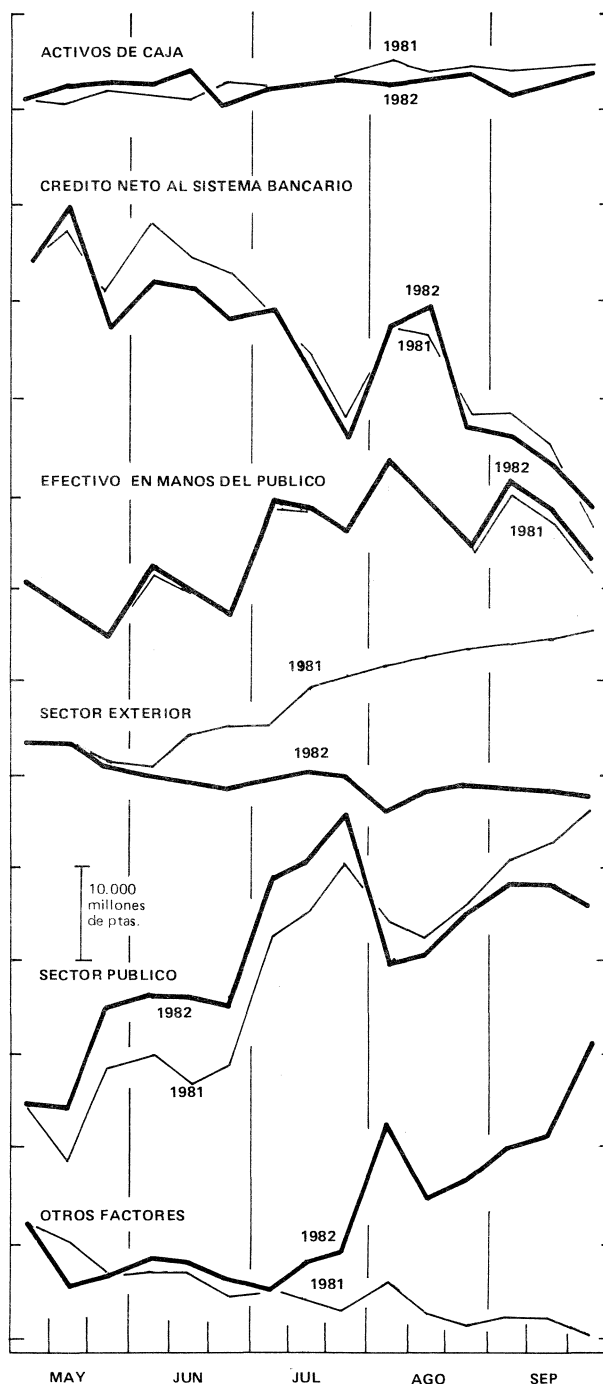
Los agregados monetarios

En el mes de septiembre, las disponibilidades líquidas crecieron a un ritmo del 21,1 % y del 15,4 % en términos de T_1 y T_3 , respectivamente. Con este impulso expansivo, el avance de M_3 durante los nueve meses transcurridos de 1982, expresado en tasa anual, se sitúa en el 16,9 %, muy próximo, por tanto, al límite superior de la banda de objetivos trazada por la autoridad monetaria para el conjunto del año.

Del examen de las causas que pueden haber inducido esta aceleración, no parece destacarse claramente, en esta ocasión, un factor o factores determinantes a los que atribuir este impulso expansivo. En términos desestacionalizados, tanto el sector público como el sector exterior mostraron un comportamiento de signo restrictivo en su contribución al crecimiento de la cantidad de dinero. El crédito otorgado por el sistema crediticio al sector privado, según estimaciones realizadas con información muy fragmentaria y dotadas por ello de una fuerte dosis de provisionalidad, apunta ritmos de avance moderados, a lo largo del mes de septiembre. Es el fuerte descenso del saldo neto del conjunto de cuentas que recogen la captación de fondos en los mercados de renta fija y variable, efectos, recursos autogenerados y cuentas transitorias el que aparece, por tanto, como contrapartida inmediata del fuerte avance de la cantidad de dinero del sistema. Sin embargo, dada la cantidad y complejidad de las partidas que engloban estos conceptos, resulta prácticamente imposible, en este caso, identificar factores concretos a los que imputar este movimiento.

Es muy probable que la inercia en la aceleración actual del sistema persista en los próximos meses. De

1. Activos de Caja (∅)



una parte, el déficit del sector público se ha intensificado durante la primera decena del mes de octubre; de otra, la demanda de crédito del sector privado continúa

pulsando al alza, como consecuencia, al parecer, de un proceso de sustitución de financiación exterior por interior, así como por la presión derivada de los ajustes salariales correspondientes a los convenios con cláusula de revisión automática.

La notable suscripción de deuda pública que se ha llevado a cabo en la primera decena de octubre y la recaudación impositiva correspondiente al tercer trimestre del año son factores que actuarán en sentido contrario durante la segunda mitad del mes de octubre y los primeros días de noviembre. La tendencia a la aceleración del ritmo de avance de la cantidad de dinero puede ser, sin embargo, lo bastante fuerte para no resultar totalmente contrarrestada por estos factores.

En cuanto a los componentes de M_3 , el efectivo en manos del público registró un ritmo de avance bastante elevado $-23,2\%$ en T_1^- , iniciándose así un proceso que recoge la reacción tradicional del público ante la proximidad de elecciones generales, y que con toda probabilidad se mantendrá a lo largo del mes de octubre. El crecimiento intermensual de los depósitos en bancos y cajas fue del $21,4\%$, resultado de una expansión del $24,1\%$ de los relativos a la banca, que continúa reaccionando de forma muy rápida ante los cambios de tendencia del sistema, y de un incremento del $16,5\%$ de los correspondientes a las cajas.

Los mercados alternativos al de depósitos bancarios, tales como los de bonos de caja, letras endosadas y pagarés del Tesoro, continúan captando una notable atención por parte del público, aunque su ritmo de expansión ha decrecido ligeramente, en comparación con las tasas alcanzadas en meses precedentes.

Los tipos de interés que remunerar estos activos continúan registrando alzas generalizadas, en tanto que los tipos de los depósitos libremente retribuidos por las instituciones bancarias permanecen prácticamente invariables (véanse indicadores 1 y 2 en las páginas finales de este boletín).

Los activos de caja y los mercados monetarios

A lo largo del mes de septiembre, y como consecuencia del proceso expansivo que se desencadenó en el sistema crediticio, la demanda de fondos por parte de las instituciones bancarias presionó al alza con cierta intensidad. La autoridad monetaria, para evitar aceleraciones indeseadas, no atendió, en su totalidad, esa mayor demanda de liquidez, produciéndose, en conse-

cuencia, una caída en los activos de caja excedentes de bancos y cajas, y una elevación gradual de los tipos de interés en los mercados interiores.

Al finalizar el mes de agosto, el coeficiente de excedentes del sistema se situaba por encima del considerado deseable, como término medio, por las instituciones bancarias. Al mismo tiempo, los tipos de interés registraban en los mercados monetarios niveles notablemente bajos, que introducían obstáculos adicionales en la ya difícil financiación de la balanza de pagos.

La senda instrumental de activos de caja diseñada para el mes de septiembre contemplaba la absorción del exceso de activos excedentes y permitía un crecimiento de los depósitos, acorde con la expansión deseada. Esta política implicaba aceptar una cierta presión al alza sobre los tipos de interés.

La primera quincena del mes discurrió dentro de los cauces previstos, subastándose préstamos de regulación en cantidades suficientes para conducir un alza ordenada de tipos, al tiempo que se reducían los activos excedentes del sistema.

En el transcurso de la segunda decena, comenzó a detectarse una fuerte presión de la demanda de fondos por parte de las instituciones bancarias. Con el fin de evitar elevaciones bruscas de los tipos de interés en los mercados monetarios, el Banco de España aceptó sobrepasar la senda de activos de caja inicialmente trazada. Sin embargo, la persistencia del proceso expan-

1. Banco de España: Creación de activos de caja (∅)

	JUL 1982	AGO 1982	SEP 1982
Activos de caja	19,2	7,3	4,8
CONTRAPARTIDAS:			
Efectivo (a)	-84,5	- 5,2	22,9
Otros factores	187,5	-12,5	94,5
Sector exterior	3,3	-13,1	2,3
Sector público	181,2	-103,2	31,4
Otros	3,0	103,8	60,8
Crédito neto al sistema bancario	-83,8	25,1	-122,2
Créditos al sistema bancario	-35,1	93,4	- 60,3
Bonos del Tesoro y certificados de depósito (a)	-30,3	-51,0	- 45,7
Depósitos obligatorios (a)	- 5,3	-10,2	- 1,9
Otros disponibles (a)	-13,1	- 7,1	- 14,3

(a) Aumento: (-).

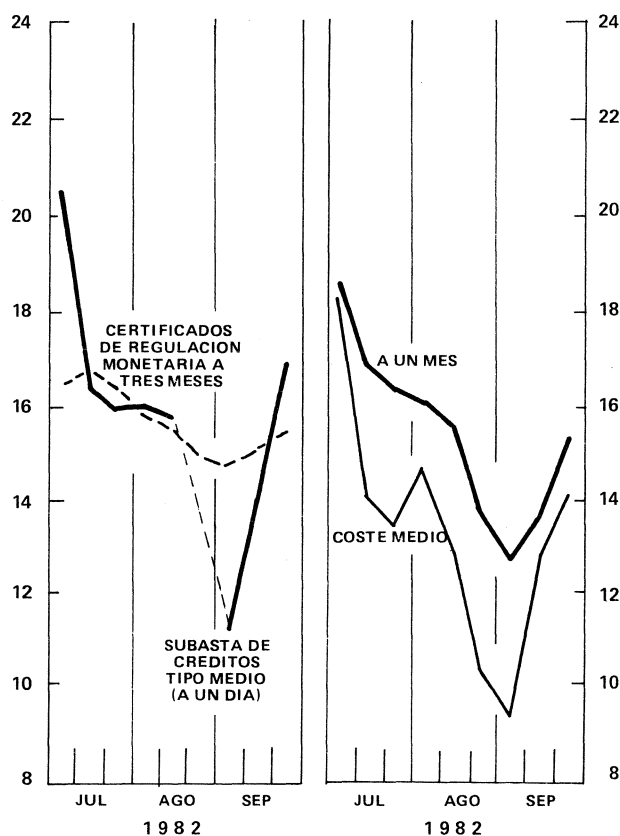
2. Excedente de caja legal (∅)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
1982			
MAY	0,052	0,052	0,050
JUN	0,061	0,054	0,072
JUL	0,075	0,079	0,069
AGO	0,071	0,077	0,061
1. ^a dec.	0,060	0,062	0,057
2. ^a dec.	0,078	0,094	0,050
3. ^a dec.	0,075	0,074	0,075
SEP	0,053	0,053	0,053
1. ^a dec.	0,053	0,053	0,052
2. ^a dec.	0,054	0,058	0,046
3. ^a dec.	0,052	0,048	0,059

caja dentro de la senda prevista inicialmente. Como consecuencia de esta restricción relativa, los excedentes medios del sistema se situaron, durante la tercera decena de septiembre, en el 0,052 %, mientras que los tipos de interés en el mercado interbancario se elevaron alrededor de 5 puntos porcentuales a lo largo del mes, en el caso de las operaciones a un día, y en torno a 1,6 puntos en el tramo de operaciones con vencimiento a un mes.

El cuadro 1 muestra la evolución, en septiembre, de los activos de caja y de sus contrapartidas. Los activos exteriores en poder del Banco de España aumentaron en 2,3 m.m., el recurso del Tesoro se elevó, asimismo, en 31 m.m. y se registró un descenso del efectivo en manos del público por 23 m.m. El Banco de España redujo el crédito neto al sistema bancario en 122 m.m., como consecuencia de la cancelación de créditos por 60 m.m., de la colocación de certificados de regulación por 46 m.m. y del aumento de disponibles no computables por 14 m.m.

2. Tipos de interés (∅)



sivo le llevó a suspender la concesión de préstamos de regulación a partir del día 25. En la subasta de certificados del día 30, el Banco de España colocó 50 m.m. de pesetas a tres meses, que, sin embargo, no fueron suficientes para situar el crecimiento de los activos de

Como resultado de la interacción de estas partidas, los activos líquidos computables en el coeficiente de caja disminuyeron en 4,8 m.m., cifra que, corregida y depurada de efectos estacionales, supone una tasa de crecimiento intermensual, elevada a anual, del 16,9 %.

El sistema crediticio y la financiación a los sectores público y privado

Las estimaciones realizadas para el mes de septiembre, según cifras de fin de período, sitúan la tasa de avance del crédito interno financiado con recursos monetarios en el 16,6 % en términos de T_3^3 . La expansión de los pasivos monetarios del sistema resultó ser del 15,5 % en términos de la misma tasa (véase gráfico 3). El crecimiento de la financiación a los sectores público y privado a un ritmo superior al mostrado por las disponibilidades líquidas tuvo su contrapartida en una reducción de los activos del sistema crediticio frente al sector exterior. Dentro de éstos, las reservas de divisas del Banco de España experimentaron un descenso, mientras que la posición deudora del sistema bancario frente al resto del mundo registró una mejora.

La financiación proporcionada por el sistema crediticio al sector público experimentó, en cifras desestacionalizadas, una brusca caída durante el mes de septiembre. En el cuadro 4, puede observarse un descenso de la aportación del sector público al crecimiento de la media móvil trimestral del crédito interno desde los 4,9 puntos porcentuales en que se situaba en el mes precedente, hasta los 3,2 puntos porcentuales del mes de

3. Tipos de mercado monetario (Ø)

	Interbancarios				Banco de España				
	Día a día		Plazo		Subasta a un día		Certificados de regulación monetaria (c)		
	Al día siguiente (a)	Coste medio (b)	Un mes	Tres meses	Marginal	Medio	Menos de un mes	Un mes	Tres meses
1982									
MAY	17,84	15,83	15,62	16,05	17,39	17,71	—	15,24	16,09
JUN	22,34	18,83	18,02	17,73	20,79	22,09	—	—	16,57
JUL	17,55	15,33	17,36	17,47	17,78	18,52	12,93	—	16,49
AGO	13,96	12,60	15,13	15,85	15,43	15,89	5,05	—	15,53
1. ^a dec.	16,09	14,61	16,21	16,61	15,50	15,98	—	—	15,99
2. ^a dec.	15,10	12,96	15,55	15,99	15,34	15,77	—	—	15,60
3. ^a dec.	11,10	10,39	13,77	15,16	—	—	5,05	—	15,01
SEP	13,78	12,09	13,91	15,15	13,03	13,33	—	—	15,15
1. ^a dec.	11,05	9,46	12,76	14,66	10,92	11,30	—	—	14,81
2. ^a dec.	14,11	12,89	13,74	15,11	13,88	14,09	—	—	15,07
3. ^a dec.	16,19	14,08	15,41	15,67	16,44	16,95	—	—	15,58
OCT									
1. ^a dec.	19,94	18,28	16,68	16,55	18,79	19,19	—	—	16,27

(a) Tipos de interés de las operaciones a veinticuatro horas.

(b) Incluye todas las operaciones de préstamo hasta el siguiente día hábil; es decir, operaciones a veinticuatro horas, operaciones que incluyen días festivos y operaciones de viernes a lunes. Es un tipo medio ponderado por saldos vivos y número de días en que dichos saldos permanecen vivos.

(c) Hasta el 20 de abril son los tipos de Bonos del Tesoro y Certificados de Depósito.

septiembre. Esta caída se explica, en gran parte, por el abono al Tesoro de los beneficios del Banco de España correspondientes al ejercicio 1981. No tomando en consideración esta partida, el crédito interno financiado, tanto con recursos monetarios como no moneta-

rios, pasaría del 13,7 %, en que se situó el crecimiento de la media móvil trimestral centrada en agosto, al 17,2 %, siendo la aportación del sector público, en este caso, de 6,7 puntos porcentuales.

La contribución de los fondos puestos a disposición del sector privado durante los meses de abril a agosto y el mes anterior, a 10,5. La financiación canalizada a través de efectos y pólizas de crédito mostró un crecimiento muy débil, en tanto que para la proporcionada a través del mercado de valores se estima un avance intermensual en torno al 25 %.

El cuadro 5 recoge con detalle la evolución del crédito al sector privado durante los meses de abril a agosto y las estimaciones realizadas para septiembre. El avance de la media móvil trimestral previsto hasta este último mes se sitúa en el 12,1 %. Las entidades oficiales de crédito muestran un ritmo de expansión considerable; las cajas parecen recuperar su tasa de crecimiento tendencial después del descenso experimentado en julio; y, en el caso de la banca, se prevé un avance muy modesto.

Es preciso, sin embargo, analizar con mucho cuidado las estimaciones del mes de septiembre, realizadas so-

4. Financiación a los sectores público y privado (*)

T_1^3 (a)

	Con recursos monetarios		Con recursos monetarios y no monetarios	
	Total	Total	S. público (b)	S. privado (b)
1982				
ENE	18,5	17,9	3,4	14,0
FEB	15,1	18,3	6,1	12,2
MAR	17,4	18,6	7,7	11,0
ABR	18,7	20,3	7,8	12,5
MAY	17,7	14,5	3,1	11,4
JUN	14,1	16,1	5,0	11,1
JUL	15,5	16,4	4,9	11,5
AGO (p)	16,6	13,7	3,2	10,5

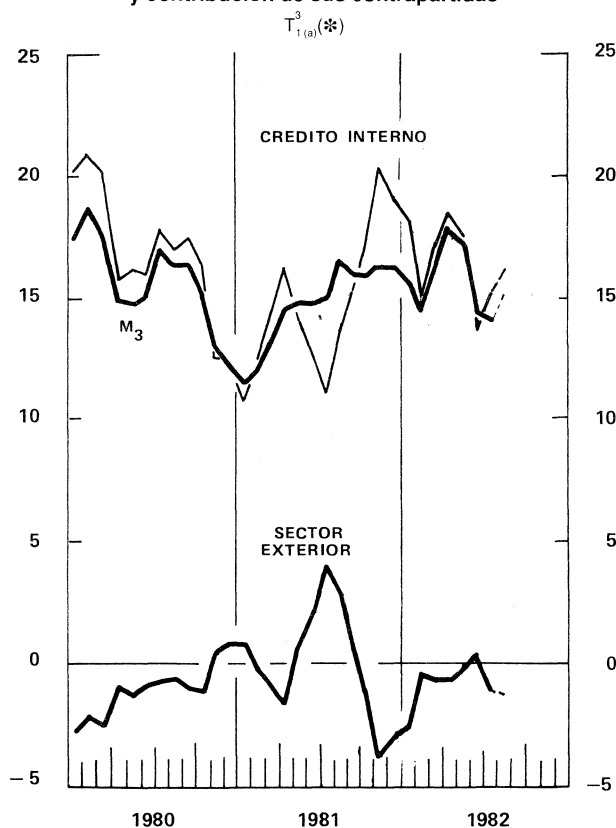
(a) Para calcular tasas ponderadas, los incrementos mensuales de las medias móviles se multiplican por 12, en vez de elevarlos a 12, como es usual, generando tasas menores que las habitualmente utilizadas.

(b) Contribución de los sectores público y privado al crecimiento de la financiación total.

bre una información muy parcial y que pueden no recoger adecuadamente la evolución del proceso. Por otro lado, al utilizarse únicamente datos de fin de mes para realizar la estimación, puede ocurrir que las tendencias que parecen estar latentes en el avance de crédito al sector privado se manifiesten en esta ocasión con retraso, pasando, en consecuencia, a reflejarse en meses sucesivos.

Por un lado, los indicadores disponibles sobre demanda de crédito muestran una cierta recuperación, que puede verse impulsada por el deseo del público de sustituir crédito exterior por interior, y por las necesidades de financiación que se derivan de las revisiones salariales que están produciéndose. Por otro lado, parece existir una demanda potencial, no cursada, de una cierta importancia, en espera de una clarificación del panorama electoral, de una eventual reactivación de la

3. Evolución de las disponibilidades líquidas y contribución de sus contrapartidas



(a). Tasas de variación intermensuales expresadas en equivalente anual de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. La equivalencia anual de las tasas intermensuales se obtiene multiplicándolas por 12, pues el procedimiento tradicional de elevarlas a 12ª potencia, que da lugar a tasas ligeramente más altas y variables, no es compatible con la agregación de tasas ponderadas.

5. Crédito al sector privado (*) (corregido)

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de ahorro	Crédito oficial	
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	
1982					
ABR	11.905,4	8.457,4	2.325,4	1.117,7	
MAY	12.044,6	8.545,7	2.362,3	1.131,5	
JUN	12.186,9	8.584,4	2.450,9	1.147,1	
JUL	12.321,5	8.689,3	2.461,1	1.165,9	
AGO	12.465,1	8.778,2	2.494,7	1.187,0	
SEP (p)	12.539,5	8.798,0	2.528,3	1.207,7	
	T_1^3	T_{12}^1 (sin centrar)	T_1^3	T_1^3	
1982					
ABR	17,4	16,9	15,8	24,0	16,3
MAY	17,3	17,0	13,8	31,6	15,9
JUN	14,7	17,4	11,4	25,4	18,4
JUL	14,7	16,9	11,4	24,2	21,1
AGO (p)	12,1	16,9	10,2	13,3	22,9
SEP (p)	(7,4)	16,3	(2,7)	(17,4)	(23,0)

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

actividad económica y, quizás, de una mejora en las condiciones financieras, especialmente difíciles en estos momentos.

Del lado de la oferta, parece estarse produciendo una mayor tendencia al racionamiento del crédito, derivada de la revisión al alza de las cuotas de riesgo por parte de las instituciones bancarias. Y ello puede haber contribuido, en alguna medida, al bajo ritmo de avance contabilizado en septiembre.

En conjunto, es probable que en los próximos meses se registren crecimientos más elevados del crédito al sector privado, a la vez que aumentan el grado de racionamiento y los tipos de interés.

El mercado de valores

Agosto es un mes de escasa actividad en el mercado de valores, al que también afectan las vacaciones. No obstante, este año, el mercado de valores ha registrado una actividad superior a la de los anteriores. Ya se sabe que, dada la relativa pequeñez del mercado de renta variable, cuando no se producen emisiones del Estado, la actividad del mercado de emisiones viene determinada básicamente por las emisiones de renta fija de entidades crediticias y por las necesidades de títulos de

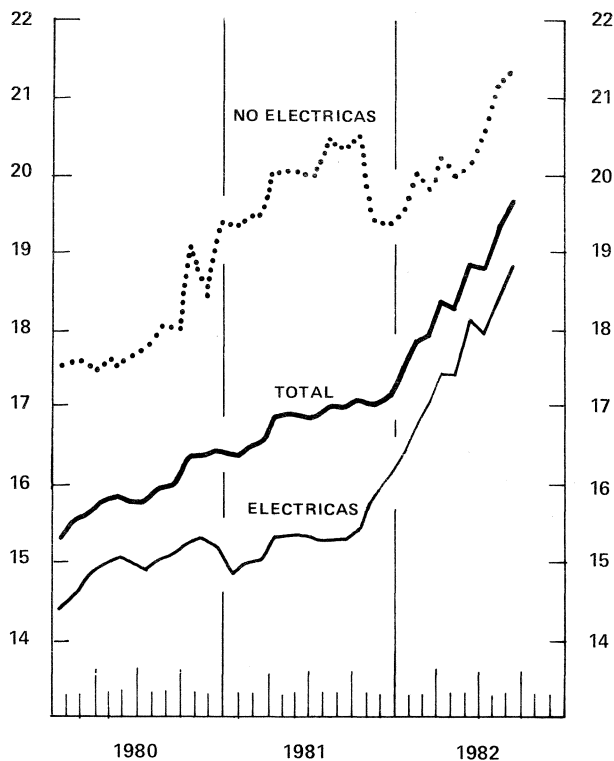
las mismas, por razón de sus coeficientes de inversión y de financiación a largo plazo. Es decir, que, mientras los mercados en los que el público tiene, en general, una participación activa se ven afectados fuerte y directamente por las vacaciones, los que dependen esencialmente de la demanda institucional lo son sólo de un modo indirecto, a través de la evolución de los pasivos computables en los coeficientes susodichos.

Resulta, pues, sorprendente el alto volumen alcanzado en agosto por las colocaciones de títulos de renta fija de entidades crediticias, que contrasta con el de colocaciones del mismo mes de años anteriores.

Es cierto que la aparición de un activo nuevo puede alterar las características tradicionales del mercado —y las emisiones de títulos del mercado hipotecario lo son—, pero no puede atribuirse a esta sola causa la diferencia entre los 23 m.m. colocados en términos netos por las entidades citadas en agosto de 1982 y los 4,6 m.m. colocados en el mismo mes de 1981.

Las empresas no financieras colocaron, en términos brutos, 18,6 m.m., que representan una reducción a menos de la mitad de lo colocado el mes anterior, lo

4. Rendimiento interno de obligaciones



6. Emisiones netas de valores a largo plazo

	ENE-AGO		AGO	
	1981	1982	1981	1982
Administraciones públicas	41,9	70,7	-0,4	6,8
Estado (a)	20,6	29,9	-0,2	-0,2
Corporaciones locales (b)	21,3	40,8	-0,2	7,0
Empresas	234,6	318,1	20,5	52,0
Renta fija	172,5	259,0	15,2	42,7
Renta variable	62,1	59,1	5,3	9,3
Sociedades financieras	64,4	123,6	5,6	30,5
Acciones (c)	11,3	21,1	0,9	6,4
Bonos de caja (d)	45,2	92,2	4,6	23,1
Entidades oficiales de crédito	7,9	10,3	0,1	1,0
Sociedades no financieras	170,2	194,5	14,9	21,5
Acciones	50,8	38,0	4,4	2,9
Obligaciones de empresas privadas (b)	99,1	127,3	3,0	12,2
Obligaciones de empresas públicas	20,3	29,2	7,5	6,4
PRO MEMORIA:				
Cédulas para inversiones	90,0	68,2	15,1	14,7
Acciones sin aportación de fondos	36,8	20,4	5,9	0,4
Sociedades financieras	15,3	1,0	3,9	0,3
Sociedades no financieras	21,5	19,4	2,0	0,1

- (a) Excluidos pagarés y bonos del Tesoro. Incluye las amortizaciones de cédulas para inversiones tipo C, para el público (1,7 m.m. en marzo de 1981 y 1,8 m.m. en abril de 1981 y 1982). Incluye, asimismo, las amortizaciones de las obligaciones del INI asumidas por el Estado, en virtud de la Disposición Adicional segunda de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1982 (1,6 m.m. en enero, 1,5 m.m. en febrero y 0,7 m.m. en mayo).
- (b) Estas emisiones son brutas nominales a excepción de las del INI. Las obligaciones de empresas públicas incluyen las de Telefónica, Renfe, Metro y Feria de Muestras de Bilbao.
- (c) Excluidas las participaciones de Fondos de Inversión mobiliaria.
- (d) Incluyen las emisiones de bonos de caja, bonos de tesorería bancarios, participaciones y cédulas hipotecarias de entidades financieras distintas de las EOC.

que se debe no sólo a las menores necesidades de títulos de los inversores institucionales, sino también a que éstos absorbieron 7 m.m. de títulos de Corporaciones Locales, mientras el mes anterior no habían absorbido nada.

Aunque el dato de un mes, y menos el de un mes como agosto, no puede dar pie a conclusiones, sí puede apoyar las que sugiere la evolución del mercado a lo largo de los últimos años. En esencia, la conclusión básica es el debilitamiento de los mercados de renta fija a largo plazo y el consiguiente empeoramiento de las posibilidades de financiación del reducido número de sectores, o, mejor aún, de empresas para las que este mercado de valores tiene relativa importancia, como son las grandes eléctricas y la Telefónica. Esta evolución, que en sus líneas generales no es privativa de la economía española, ha incidido más acusadamente aquí, por la escasez de alternativas de financiación, y,

en particular, por la práctica ausencia de instrumentos que permitan acudir a los mercados a corto plazo. A esta necesidad responde el fortalecimiento de mercados de instrumentos a corto plazo, como las letras de cambio bursátiles o extrabursátiles y la puesta en marcha de otros de las mismas características, como el de pagarés financieros de empresas.

En este sentido, tiene un significado especial la fuerte demanda de deuda del Estado a 2 años y 16 % de interés sin ningún incentivo fiscal. Esta deuda tiene un aspecto destacable, y es que por vez primera en muchos años se pueden conocer con certeza el coste y el rendimiento de una emisión, ya que no interfieren los mecanismos fiscales de atracción de demanda que, de acuerdo con lo ahora observado, quedan en entredicho.

Los tipos de interés a corto plazo, que experimentaron en agosto una caída notable, han acusado con posterioridad tensiones que probablemente avivarán el acusado impulso alcista de los tipos a largo plazo, tal como muestra el rendimiento interno de las obligaciones.

La evolución del mercado secundario registró, en septiembre, una nueva caída de mayor intensidad aún que la experimentada en agosto. El índice de la Bolsa de Madrid mostró, en efecto, una pérdida del 8 %, con

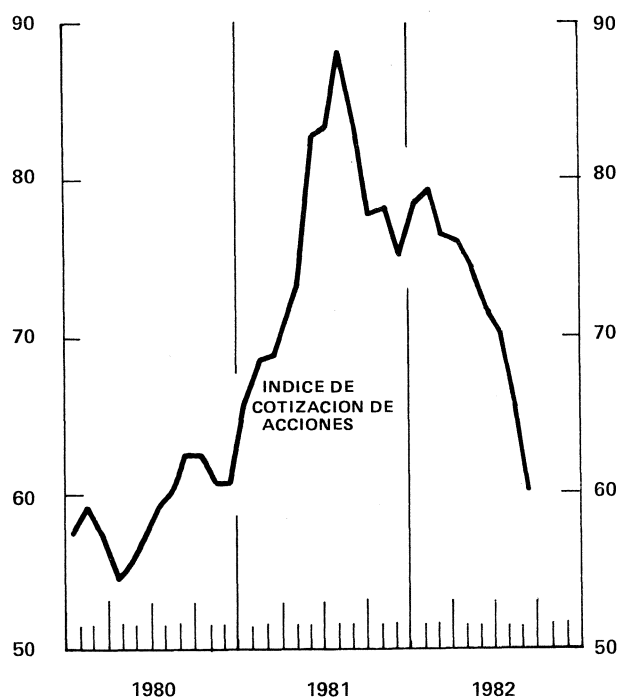
lo que la acumulada en los nueve primeros meses del año asciende al 20 %. La evolución descrita de los tipos de interés ha sido la causa principal del comportamiento bursátil, aunque la cautela de los inversores ante las cercanas elecciones generales actúa también como freno ante cualquier amago de recuperación, que apenas tendrá otra fundamentación que la mera reacción técnica.

En la primera mitad de octubre, el mercado se ha mostrado estable, con reducida actividad, en actitud de espera, como lo abonan los episodios de reacción alcista fuerte e inmediata ante declaraciones que disminuyen la incertidumbre respecto a lo esperable tras los comicios de finales del mes citado.

22-X-1982.

5. Cotización de acciones

Datos a fin de mes



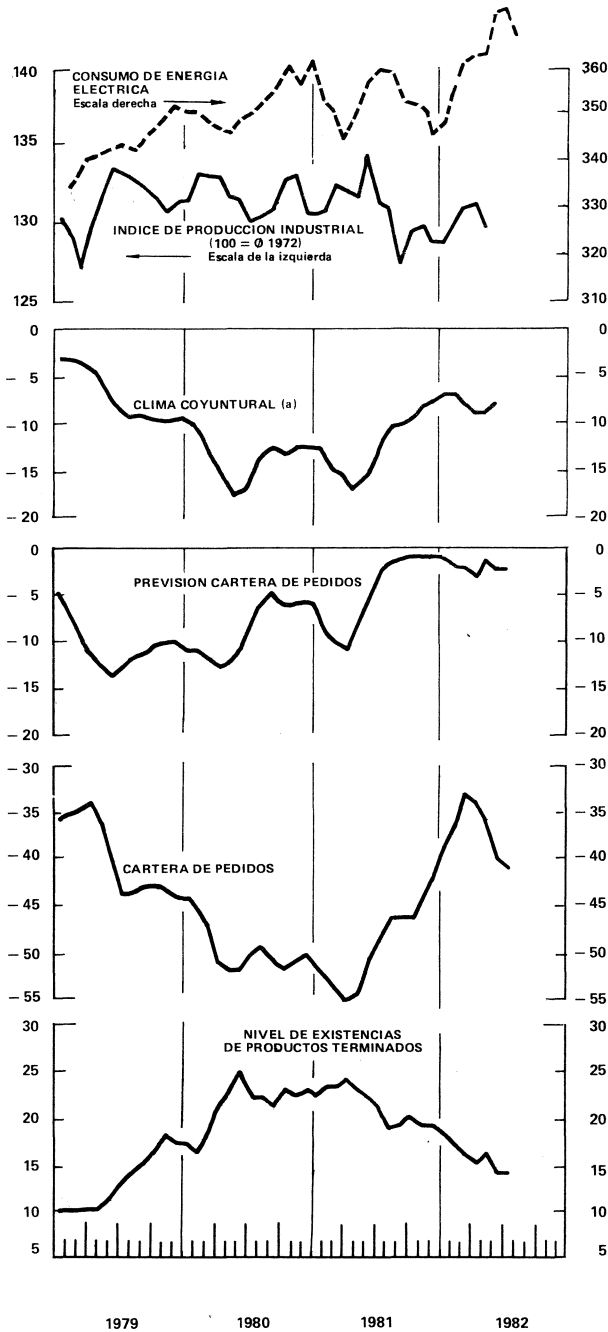
Actividad, empleo, precios

La economía española inició, en los primeros meses de 1982, un movimiento modesto de recuperación al amparo de una economía europea que, ya desde finales de 1981, había comenzado también a apuntar algunos síntomas de dinamismo tras la persistente fase de estancamiento en que se sumieron todos los países industrializados, después de la segunda crisis del petróleo. Sin embargo, el inicio del despegue europeo se produjo en un clima de fuertes incertidumbres, ligadas a un contexto internacional enrarecido, y que, desde el punto de vista de la actividad productiva, se mostraba vacilante, con direcciones encontradas en la evolución de la economía americana respecto de las economías europeas. Así, en Estados Unidos, la tónica depresiva característica de todo el año 1981 continuó en la primera mitad de 1982, mientras que la recuperación iniciada en Europa a finales del pasado año, aunque modesta, se prolongó durante los primeros meses del año en curso.

La evolución de la economía española, por su parte, fue un fiel reflejo de la dinámica registrada por la economía europea, tanto en lo que se refiere al perfil temporal del proceso como en la similitud de los rasgos básicos característicos del mismo. En ambos casos, el impulso básico de la recuperación provino de la favorable evolución del saldo exterior, pero con la nota común destacable de una contribución menos negativa de la demanda interior, sustentada en una cierta revitalización del consumo privado.

Con estas perspectivas relativamente favorables de la economía europea, las previsiones de evolución futura mantenidas durante los primeros meses de 1982 alentaban la esperanza de una consolidación de la recuperación en el segundo semestre del año; sin embargo, tales expectativas descansaron siempre sobre el condicionante básico de la incorporación, no muy tardía, de la economía americana al impulso alcista de la actividad europea. De hecho, es precisamente esta característica peculiar de la onda iniciada el pasado año —el liderazgo de Europa— lo que constituye su mayor debilidad y la fuente de incertidumbres que el simple paso del tiempo está despejando de forma negativa. La información disponible sobre la economía americana sigue sin mostrar los deseados indicios de recuperación, y, además, cada vez son menores las probabilidades de que un eventual cambio de signo en su evolución lleve a tiempo para coger el relevo a unas economías europeas que sí han empezado ya a mostrar síntomas de cansancio. Todos los indicadores adelantados disponibles se muestran unánimes en su pronóstico de un segundo semestre en Europa bastante menos optimista que el que alentaba en las previsiones de principios de año.

1 Indicadores derivados de las encuestas de opiniones e índice de producción industrial (*)
(Medias móviles)



(a). Media de las variables "previsiones de producción para los próximos tres meses" y "nivel de existencias", esta última cambiada de signo. En los indicadores derivados de las encuestas se representa la diferencia entre los porcentajes de respuestas de signo opuesto. Fuente: INE y Ministerio de Industria.

Como era de esperar, la información más reciente sobre la economía española muestra síntomas similares de pérdida paulatina de pulso en el proceso recuperador, confirmando los primeros indicios de vacilación ya descritos en el *Boletín Económico* anterior. El clima de opinión reflejado por los resultados de las correspondientes encuestas aparece sensiblemente deteriorado frente al optimismo de los primeros meses, y los indicadores cuánticos, pese al retraso temporal de su información y a las irregularidades habituales en su evolución mensual, refuerzan la sensación de que los logros alcanzados en la primera parte del año no llegaron a afianzarse en la evolución posterior.

Desde el lado de la oferta, la evolución del **índice de producción industrial**, aunque irregular y sometida a revisiones estadísticas frecuentes que dificultan su utilización como indicador coyuntural, sugiere no sólo que el proceso recuperador perdió fuerza desde la primavera —en el segundo trimestre, el índice retrocedió un 3,9 % respecto del precedente—, sino que, además, fue precisamente el sector industrial el que se mostró menos firme, registrando un retroceso medio del 1,1 % en el primer semestre de 1982 respecto a igual período de 1981.

En la **construcción**, los últimos indicadores disponibles refuerzan la impresión de que, aunque pueda hablarse de un cierto sostenimiento de su actividad frente a la tónica depresiva del año precedente, la consolidación del sector dista mucho de estar lograda, ya que siguen sin aparecer indicios mínimamente alentadores sobre la recuperación de la construcción privada. A lo largo de todo el año, la actividad descansó en el im-

1. Indicadores de producción y actividad (*)

	Índice de producción industrial	Tasas de crecimiento		
		Consumo energía eléctrica	Consumo energía primaria	Consumo aparente de cemento
1980/1979 Ø	1,2	3,4	- 0,3	- 6,0
1981/1980 Ø	- 1,1	0,0	- 3,9	- 6,3
1982/1981 Ø	- 1,1 (b)	1,8 (c)	- 5,4 (b)	- 0,9 (b)
1981 (a)				
I TR Ø	- 6,9	- 6,0	- 9,0	- 9,2
II TR Ø	3,4	- 1,4	- 13,0	- 31,1
III TR Ø	- 2,9	6,2	12,0	14,9
IV TR Ø	- 2,7	- 11,2	- 21,0	19,1
1982 (a)				
I TR Ø	3,1	6,0	- 3,0	- 9,0
II TR Ø	- 3,9	9,0	0,0	- 8,5
III TR Ø	...	10,1	...	...

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a ritmo anual.
(b) Último mes disponible: junio.
(c) Último mes disponible: septiembre.
FUENTE: INE, UNESA, OFICEMEN y CAMPSA.

2. Producción industrial: componentes (*)

Tasas de crecimiento

	Índice general	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes intermedios
1980/79 ∅	1,2	1,1	2,9	1,0
1981/80 ∅	- 1,1	- 3,5	8,0	- 1,0
1982/81 ∅	- 1,1 (b)	- 0,8 (b)	- 5,6 (b)	- 0,5 (b)
1981 (a)				
I TR ∅	- 6,9	- 5,3	7,2	- 5,2
II TR ∅	3,4	1,5	9,1	- 3,5
III TR ∅	- 2,9	-17,0	15,7	2,3
IV TR ∅	- 2,7	10,7	-34,7	5,8
1982 (a)				
I TR ∅	3,1	- 1,5	29,9	- 9,1
II TR ∅	- 3,9	13,6	-38,4	2,7

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Último mes disponible: junio.

FUENTE: INE.

pulso casi exclusivo de la inversión pública, y, aunque ello tuvo su reflejo positivo tanto en el valor añadido como en el empleo del sector, lo cierto es que, sin una incorporación de la inversión privada al proceso expansivo, es difícil augurar un sostenimiento del mismo. Las encuestas de opiniones, que todavía mantuvieron el clima de optimismo algunos meses después de registrados los primeros síntomas de deterioro en los demás sectores, empezaron a evidenciar, en el mes de agosto, vacilaciones y contradicciones que bien pudieran ser el anuncio de ulteriores retrocesos. Pero, en todo caso, en lo que los resultados de agosto sí se mostraron unánimes, una vez más, fue en la confirmación de que la actividad del sector en su conjunto se mantuvo, gracias a la obra civil. En la construcción residencial, los últimos datos disponibles sobre viviendas iniciadas, correspondientes a julio y agosto, continuaron en la línea de retroceso, aunque es de destacar un importante crecimiento en la cifra desestacionalizada de agosto de la serie de iniciaciones de viviendas protegidas de promoción privada, al que, de momento, sería aventurado atribuir algún significado extrapolable sobre tendencia futura. En todo caso, la nota más preocupante del sector continúa siendo la regresión del mercado de viviendas libres, en el que la debilidad de la demanda parece estar condicionando la efectividad que hubiera podido esperarse del Plan Trienal de Viviendas.

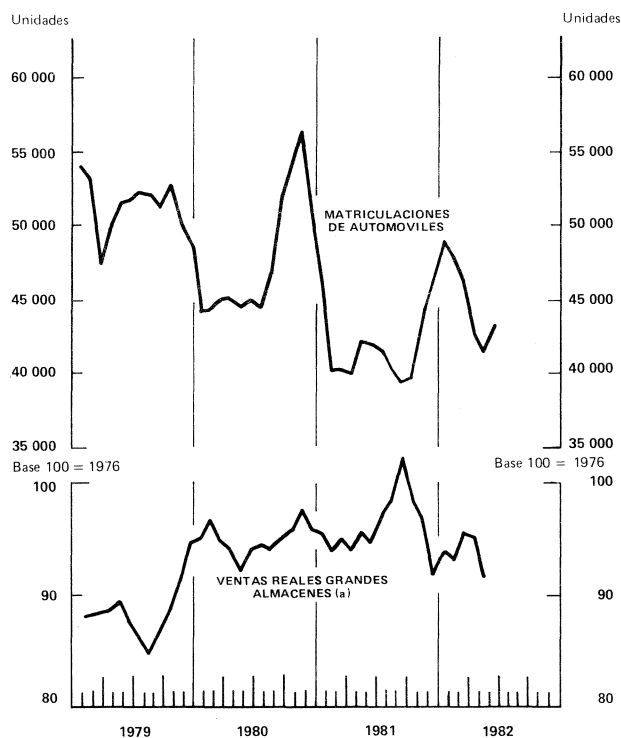
La hipótesis sostenida en el *Boletín Económico* anterior de que, desde el lado de la oferta, será el **sector servicios** el que contribuya de forma más importante al crecimiento del PIB en 1982, se refuerza con la confirmación, en los últimos datos recibidos, de la excelente evolución del turismo en el año, ya que, como es sabido, la actividad turística tiene un importante peso específico en el valor añadido del sector terciario. Tén-

gase en cuenta, además, la aceleración registrada en el ritmo de crecimiento de los asalariados del sector público y en el consumo público, además de la favorable evolución del empleo en el conjunto de los sectores de servicios.

Desde el lado de la demanda interior, la información proporcionada por los últimos datos relativos a los escasos indicadores disponibles sobre **consumo privado** muestran los mismos síntomas de debilidad ya detectados en los meses precedentes frente a su recuperación en la primera parte del año, aunque, en su conjunto, el comportamiento de esta variable en 1982 será menos negativo que en 1981. Las matriculaciones de automóviles hasta el mes de julio —último dato disponible— crecieron un 6,2 % respecto a igual período del año anterior, pero con un perfil de acusada desaceleración en su evolución a lo largo del año, pese a que las últimas cifras disponibles correspondientes a junio y julio evidenciaron un cierto sostenimiento frente a los fuertes retrocesos de abril y mayo. También la evolución más reciente del índice de ventas en grandes almacenes a pesetas constantes sugiere que la

2. Indicadores de consumo privado (*)

(Medias móviles)



(a). Deflactadas con el índice de precios de consumo.
Fuente: INE.

3. Paro registrado (*)

Miles de personas

	Paro registrado						
	Total	Anteriormente empleados					Sin empleo anterior
		Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1981							
I TR Ø	1.488	1.179	84	373	358	364	309
II TR Ø	1.524	1.220	80	382	373	385	304
III TR Ø	1.609	1.271	80	403	382	406	338
IV TR Ø	1.747	1.366	91	445	407	423	381
1982							
I TR Ø	1.771	1.365	75	466	388	436	406
II TR Ø	1.809	1.396	69	468	396	464	413
1982							
JUN	1.809	1.396	69	468	396	464	413
JUL	1.831	1.407	73	472	393	469	423
AGO	1.866	1.425	76	477	393	478	442

FUENTE: Ministerio de Trabajo.

4. Indicadores salariales

Tasa de crecimiento respecto al mismo periodo del año anterior

	Retribución por persona				Retribución media mensual por hora trabajada (b)
	Convenios colectivos (a)	Coste salarial en la construcción	Encuesta de salarios (b)	Salario agrícola	
	1980 Ø	15,3	18,6	16,3		13,1	18,5
1981 Ø	13,2	15,1	16,1	11,9	20,3
1982 Ø	10,5 (c)	13,1 (d)	14,6 (c)	11,3 (d)	15,2 (c)
1981					
I TR Ø	13,7	16,6	16,9	10,3	23,1
II TR Ø	13,5	14,3	15,7	11,7	20,6
III TR Ø	12,2	15,0	16,7	13,4	19,1
IV TR Ø	11,2	14,5	15,1	12,2	19,8
1982					
I TR Ø	10,3	13,9	15,5	12,0	17,3
II TR Ø	10,5	12,2	13,6	10,5	13,4
III TR Ø	10,5 (c)	...	14,5 (c)	...	14,7 (c)

(a) Incremento ponderado en la masa salarial procedente de los convenios colectivos.

(b) Encuesta de salarios serie nueva. Incluye: industria, construcción, comercio, banca, seguros, transportes y comunicaciones.

(c) Ultimo mes disponible: julio.

(d) Ultimo mes disponible: junio.

FUENTE: INE, Ministerio de Agricultura, Confederación Nacional de la Construcción y Ministerio de Trabajo.

recuperación de los primeros meses no llegó a consolidarse. No obstante, por lo que a esta variable se refiere, no cabe la simple extrapolación de la tendencia al deterioro evidenciada por los indicadores a corto plazo, ya que las revisiones salariales ligadas al cumplimiento del ANE y la desaceleración importante en la tasa de inflación esperada en la segunda parte del año, respecto del primer semestre, pudieran dar lugar a un rebrote del consumo en los próximos meses, aunque posiblemente de duración limitada y efectos pasajeros.

Los resultados de las encuestas de opiniones relativos a las industrias productoras de bienes de **inversión** mostraron también, en los primeros meses del año, un clima de optimismo que empezó a debilitarse a partir de junio. No obstante, el análisis desglosado de las respuestas empresariales reflejó un comportamiento dispar entre los sectores, similar a la evolución sectorial de los componentes del índice de producción industrial de bienes de equipo y material de transporte. Todos los indicadores disponibles fueron unánimes al destacar la

importante aceleración registrada en 1982 en la inversión en material de transporte, mientras que la inversión en maquinaria se mostró bastante más débil. Téngase en cuenta que la inversión en equipo de transporte había alcanzado, en 1981, una de sus cotas más bajas. Precisamente por ello, parece razonable esperar que el ritmo de crecimiento del sector vaya perdiendo vigor a medida que se recupere de los bajos niveles en que se había situado, y la última información al respecto parece confirmar esta hipótesis. Si, además, se tiene en cuenta que, aparte de algunos grandes proyectos aislados, como en el caso de la industria del automóvil, buena parte del impulso de la inversión en los años precedentes se apoyó casi exclusivamente en aquellos escasos sectores en los que parecía segura la posibilidad de obtener una rentabilidad, sobre todo en proyectos ligados al PEN y a la reconversión industrial, sin que hayan aparecido después nuevos sectores de relevo con un horizonte mínimamente despejado; y si a ello se añaden las perspectivas poco halagüeñas del entorno internacional, el mantenimiento de un ritmo de inversión positivo, condicionante de cualquier posibilidad de crecimiento sostenido, aparece de nuevo como el factor más sombrío en el panorama futuro de la economía española. Adviértase, además, que el hecho de que el episodio de recuperación de la actividad en la primera parte del año no se haya traducido en una cierta acumulación de existencias puede significar que los empresarios han procedido a un ajuste a la baja en el nivel deseado de las mismas, ante unas expectativas pesimistas y unos costes financieros elevados.

En resumen, desde el punto de vista de la demanda interior, la contribución positiva al crecimiento del PIB

en 1982 provino, casi exclusivamente, del Sector Público, con un **consumo público** que registró una ligera aceleración en su ritmo de crecimiento respecto de 1981, y una **inversión pública** que, aunque con tasas de aumento menos elevadas que en el año precedente, siguió contribuyendo de forma positiva a través de la inversión en construcción.

Las cifras sobre el **comercio exterior** del mes de junio —último dato disponible— confirmaron la tendencia que sobre la evolución del sector se comentó en el boletín anterior: debilidad en las ventas al exterior y retroceso en la importación de productos no energéticos. En cuanto a la segunda mitad del año, aunque la aportación de la demanda exterior al crecimiento del PIB continuará siendo, sin duda, positiva, se espera un menor dinamismo del sector, afectado por el descenso en el ritmo de actividad interior y por el deterioro, antes reseñado, de la economía mundial, que no alcanzará la recuperación prevista a primeros de año.

La evolución del **paro** registrado en 1982, con ritmos de crecimiento menores que en 1981, confirmó el mejor comportamiento del empleo en el año, puesto de relieve por los resultados de la EPA en el primer semestre, ya comentados en el *Boletín Económico* anterior. Los últimos datos de paro registrado disponibles, correspondientes al mes de agosto, reflejaron, como ya es habitual, un aumento más acusado de los parados «sin empleo anterior» respecto de los «anteriormente empleados», aunque estos últimos también mostraron una cierta aceleración respecto al mes de julio. De todas formas, no cabe atribuir, por ahora, significado alguno a un dato mensual aislado, especialmente si se

5. Índice de precios de consumo

	General		Alimentos		Energéticos		Resto	
	(100 %)		(40,5 %)		(5,3 %)		(54,2 %)	
CRECIMIENTOS ANUALES:								
1980 (a)	15,1		12,3		45,6		14,5	
1981 (a)	14,5		13,8		24,2		13,9	
1982 (b)	14,7		16,6		4,6		14,7	
	$T_3^3(c)$ (*)	Acumulado en el año	$T_3^3(c)$ (*)	Acumulado en el año	$T_3^3(c)$ (*)	Acumulado en el año	$T_3^3(c)$ (*)	Acumulado en el año
1982								
JUN	16,2	8,1	17,5	7,6	2,1	4,6	16,5	8,3
JUL	16,1	8,9	20,2	10,2	0,4	4,6	16,4	9,1
AGO	14,0	9,9	16,7	11,5	0,4	4,6	14,9	9,5

(a) Diciembre sobre diciembre.

(b) Agosto sobre agosto.

(c) Sin centrar.

FUENTE: INE.

tiene en cuenta que, por lo que se refiere al último dato trimestral, su tasa de crecimiento respecto del trimestre precedente continuó en la línea de desaceleración característica de la evolución de esta variable en 1982.

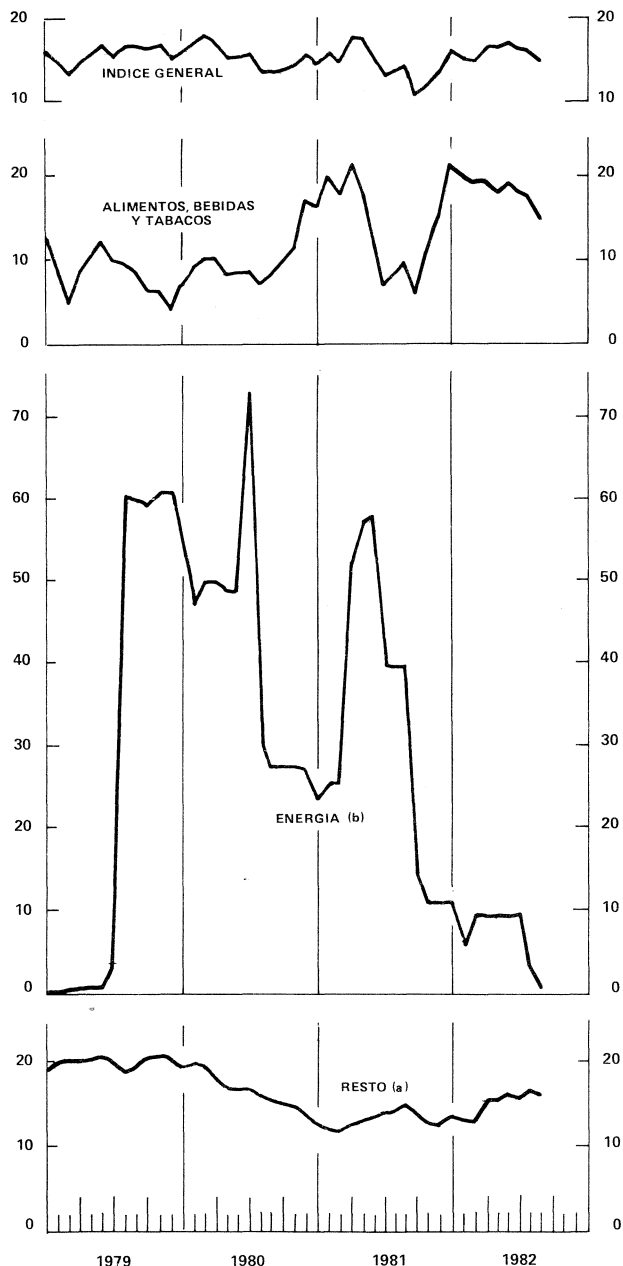
Las cifras del índice de **precios** al consumo del mes de agosto han venido a confirmar la idea expresada en el boletín precedente de que los impulsos inflacionistas procedentes del sector agrario —resultado, en gran parte, de las malas cosechas— habían quedado ya incorporados, en buena medida, a la evolución del índice en los meses precedentes. En efecto, la tasa de variación de los precios al consumo, que en agosto experimentó un crecimiento muy moderado en relación con el mes precedente, fue negativa en el caso del componente alimenticio de dicho índice, debido, precisamente, al comportamiento de los productos alimenticios sin elaborar. Los datos del componente no alimenticio y de los alimentos elaborados se encuentran en consonancia con la tendencia moderadora que estos grupos vienen ejerciendo, tras los impulsos inflacionistas registrados en los primeros meses de 1982.

Como consecuencia de esta evolución, la tasa de crecimiento del IPC, en los ocho primeros meses del año, en relación con el mismo período del año anterior, fue del 14,7 %, tasa idéntica a la que se produjo, en una comparación similar, en las mismas fechas del año pasado, pero con la diferencia de que, mientras antes la tasa de crecimiento del componente no alimenticio era sustancialmente más elevada, ahora lo ha sido la del componente alimenticio. Para el conjunto del año, resulta razonable suponer que el crecimiento medio del IPC no superará el 14,5 %, cifra esta que lleva implícito un cierto margen para el tirón estacional de los precios en el mes de diciembre.

La previsión anterior se ve confirmada cuando el análisis se realiza desde el lado de los **costes de producción**. El comportamiento moderado de los costes salariales en los siete primeros meses del año —para los que se dispone de datos— y la evolución esperada en los precios de importación permite estimar en torno al 13 % la tasa de crecimiento anual del componente no alimenticio de los precios al consumo, incluyendo en este 13 % casi un punto porcentual, debido al efecto inflacionista del ITE y dejando margen para la recuperación salarial que resulte del ANE. Si a esta tasa de inflación —que, en cierta medida, podría considerarse como la inflación básica subyacente en la economía, al haber abstraído de ella el comportamiento siempre más errático de los precios alimenticios— se añadiese la previsión realizada para estos últimos, se obtendría, de nuevo, un 14,5 %, aproximadamente, como tasa de inflación de la economía española en 1982, medida a través de los precios al consumo.

3. Índice de precios de consumo y principales componentes (*)

(Variaciones de seis meses, elevadas a tasa anual)



(a). No alimenticios—no energéticos.

(b). Gasolina, gasóleo C, gas natural y ciudad, butano—propano y electricidad.
Fuente: INE.

Los cálculos anteriores muestran cómo la economía española, tras el recrudecimiento de las tensiones inflacionistas en los primeros meses del año, volvió a una senda de crecimiento a medio plazo algo más mode-

6. Índice de precios de consumo: España y la OCDE

Tasas de crecimiento

	Tasas anuales		Doce meses que acaban en JUL 1982	Tasas mensuales			
	1980	1981		ABR	MAY	JUN	JUL
España	15,5	14,6	15,3	1,3	1,4	1,0	1,3
Total OCDE	12,9	10,6	8,1	0,8	0,8	0,9	0,4
OCDE-Europa	14,2	12,3	10,7	1,1	0,8	0,8	0,5
CEE	12,3	11,4	10,0	1,1	0,8	0,8	0,4

FUENTE: INE y OCDE.

rada. Sin embargo, si se tiene en cuenta que para 1982 la tasa de crecimiento de los precios al consumo de los países de la OCDE estará ligeramente por encima del 8 % –la tasa de los doce meses que terminaron en julio ha sido del 8,1 %, frente al 15,3 % de la economía española–, resulta evidente la resistencia que nuestra economía sigue mostrando a doblegar su proceso inflacionista. Este hecho es particularmente grave, si se tiene en cuenta que, mientras que existe un paralelismo evidente en la evolución del nivel de actividad de la economía española y de la economía de los países industrializados, el diferencial en la tasa de inflación se agrava cada vez más.

22-X-1982.

Sector público

Ejecución presupuestaria del Estado en el período enero-agosto

Hasta el mes de agosto, el déficit estimado de las operaciones no financieras del conjunto integrado por el Estado y algunas Comunidades Autónomas —País Vasco, Navarra y Cataluña— se situó en 643,8 m.m., lo que representa un descenso con relación a los 727,6 m.m. de déficit hasta julio, con lo que el déficit, al concluir el segundo cuatrimestre del año, se mantiene a un nivel equivalente al saldo del primer semestre. La reducción del déficit en el último mes se debe, sobre todo, a la variación observada en las operaciones extrapresupuestarias y, en particular, a las operaciones de tesorería, ya que el déficit presupuestario en sentido estricto —536,4 m.m. hasta agosto— no ha experimentado una disminución significativa. Los ingresos no financieros crecieron, en agosto, en un 27,6 % respecto a los del mismo mes del año anterior, situándose la tasa para el conjunto de los primeros ocho meses en un 21,7 % (20,5 % hasta julio), lo que confirma la recuperación de los ingresos iniciada en mayo, tras un primer cuatrimestre en el que se observaron diferencias acusadas entre la evolución prevista de los ingresos y la recaudación efectiva. Los pagos realizados en agosto crecieron en un 29,1 % con relación a los de agosto de 1981, mostrando un incremento del 27,0 % para el período enero-agosto. Tal crecimiento es ligeramente superior al 25,4 % que resulta de comparar los créditos presupuestados para operaciones no financieras entre los períodos enero-agosto de 1981 y 1982, de modo que persiste una ejecución ligeramente más rápida en este año que en el anterior.

La disminución del déficit global en agosto, en cuanto a su financiación, se ha reflejado totalmente en un descenso del recurso del Tesoro al Banco de España, que, al finalizar agosto, se situaba en 757,8 m.m., permaneciendo prácticamente inalteradas en dicho mes las cifras correspondientes a las emisiones y préstamos exteriores brutos, así como las de amortizaciones y la partida de ajuste, la cual, según se ha reiterado en notas anteriores, refleja, en parte, una subestimación de los pagos totales, y, en parte, derechos del Estado frente a las Comunidades Autónomas por el saldo de las corrientes de ingresos y pagos que las relacionan (ver cuadro 1).

El crecimiento mencionado, del 21,7 % en los ingresos no financieros obtenidos hasta agosto, queda reducido al 20,1 % en el caso de los impuestos. Esta tasa se aproxima a las previsiones iniciales, si bien, como se ha expuesto en anteriores informes, los impuestos directos presentan una evolución más desfavorable que la

1. Estado. Ingresos y pagos realizados no financieros

m.m.

	ENE-AGO	
	1982	1981
Saldo de las operaciones no financieras (a)	- 643,8	- 452,8
Presupuesto	- 536,4	- 363,6
Ingresos no financieros (b)	1 708,0	1 403,1
Pagos no financieros (c)	-2 244,5	-1 766,8
Residuos ejercicios cerrados	- 35,0	- 59,2
Secciones adicionales	- 19,9	9,7
Corporaciones Locales	- 61,7	- 60,9
Operaciones de Tesorería (d)	9,2	21,1
Financiación	643,8	452,8
Banco de España	757,8	411,7
Emisiones brutas	40,0	30,5
Préstamos del exterior brutos	75,2	45,6
(-) Amortizaciones préstamos y deuda (e)	- 22,2	- 20,3
Otras formas de financiación (f)	- 207,1	- 14,7

- (a) Excluidas ciertas operaciones de Tesorería, por no disponerse de datos. Los ingresos no financieros son la suma de los recaudados por la Administración Central y las Comunidades Autónomas. Los pagos no financieros son los llevados a cabo directamente por el Estado, por lo que han de valorarse como subestimados, ya que no comprenden los pagos que hacen las Comunidades Autónomas con cargo a los impuestos recaudados y retenidos por ellas mismas.
- (b) Del total de ingresos se excluyen los procedentes de emisión de deuda, de préstamos exteriores o de ventas de valores.
- (c) Del total de pagos se excluyen los pagos ordenados por operaciones financieras. Ver cuadro 3.
- (d) No incluye Caja General de Depósitos ni resultados del Crédito Oficial ni otro conjunto de operaciones de carácter residual.
- (e) Recoge los pagos ordenados por variación de pasivos financieros (amortizaciones de deudas y préstamos exteriores) al no disponerse de los pagos realizados por esos conceptos.
- (f) Incluye las diferencias entre dotaciones y otros recursos del Crédito Oficial y las emisiones netas de Cédulas para Inversión, otros pasivos y activos financieros netos y la financiación por otras entidades financieras distintas del Banco de España, así como ajustes contables derivados de la integración de las Comunidades Autónomas.

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

programada, en tanto que los impuestos indirectos han crecido más de lo previsto, sin perjuicio de que, en ambos casos, en el mes de agosto, se haya registrado una ligera corrección de esos desajustes (ver cuadro 2).

Los impuestos directos han crecido, hasta agosto, en un 13,6 % (12,4 % hasta julio), desglosándose dicho incremento en unos aumentos del 11,4 % en el gravamen de la renta de las personas físicas y del 21,4 % en el de la renta de sociedades, aparte de los incrementos del 5,6 % en el impuesto de sucesiones y del 29,7 % en el impuesto sobre el patrimonio. En los impuestos de la renta sobre familias y sobre sociedades, destaca el

fuerte crecimiento de las retenciones por rentas de capital -42,3 %-, en tanto que el resto de las retenciones y las cuotas diferenciales ofrecen resultados menos positivos. Así, las retenciones por rentas de trabajo sólo han crecido en un 9,7 %, presentando la cuota diferencial de la renta de las familias un decrecimiento del 4,5 %, y un aumento de sólo el 9,1 % la cuota diferencial del impuesto de sociedades. Teniendo en cuenta la evolución de las rentas salariales (incluida la revisión semestral para algunos trabajadores) y lo avanzado del año fiscal para el resto de los impuestos, no cabe esperar que, para el conjunto del año, el crecimiento de los impuestos directos cambie sustancialmente con respecto a lo logrado hasta ahora. Una ligera recuperación no es descartable, pero, en todo caso, el 21 % previsto se presenta inalcanzable.

En el crecimiento del 28,2 % de los impuestos indirectos hasta agosto (29,8 % hasta julio), sigue resaltando el fuerte contraste entre los incrementos que ofrecen los distintos impuestos que los integran. El ITE destaca con su crecimiento del 60,4 %, siendo sobresaliente también el 42,4 % de aumento de los ingresos derivados del tráfico exterior. Los ingresos por transmisiones (19,8 %), las rentas de monopolios (13,4 %) y los impuestos sobre el consumo (8,8 %) muestran crecimientos más moderados. Conviene, respecto a estos impuestos, observar el crecimiento que resulta de comparar las cifras antes de las deducciones fiscales a la exportación (pro memoria del cuadro 2), porque, aparte de que la tasa de crecimiento de los impuestos indirectos desciende hasta el 24,5 % (las desgravaciones sólo han crecido un 7,6 %), se modifican con intensidad las tasas de aumento del ITE y derechos aduaneros, rebajándose a cotas de más fácil explicación por la evolución económica y las modificaciones legales introducidas en el presupuesto de 1982.

En el resto de los ingresos no financieros, lo más resaltable es el bajo crecimiento de las tasas -12,6 %- y el extraordinario incremento del resto de los ingresos (loterías, dividendos e intereses, aportaciones), en un 139,0 %.

Los créditos no financieros totales han crecido, como se ha indicado anteriormente, en un 25,4 % hasta el mes de agosto, representando las ampliaciones de créditos 235,3 m.m., equivalentes al 6,8 % del presupuesto inicial. Dicha cantidad se distribuye en 100,0 m.m. para gastos corrientes y el resto para gastos de capital, de lo que resultan unos crecimientos de los créditos totales presupuestados hasta agosto del 23,9 % para los gastos corrientes y del 29,8 % para gastos de capital. De este modo, las ampliaciones durante el ejercicio han roto la equiparación de los creci-

2. Estado. Ingresos presupuestarios

	ENE-AGO		Tasa de crecimiento 1982/81
	1982	1981	
	m.m. y %		
Total ingresos realizados (a)	1.825,1	1.484,1	23,0
Ingresos no financieros	1.708,0	1.403,1	21,7
Impuestos	1.555,2	1.295,4	20,1
Directos	821,0	722,8	13,6
Sobre la renta de las personas físicas (b)	619,2	555,7	11,4
Retenciones sobre rentas trabajo personal	484,0	441,2	9,7
Retenciones sobre rentas del capital	75,8	53,3	42,3
Cuota diferencial	49,1	51,4	-4,5
Otros	10,2	9,8	4,7
Sobre la renta de sociedades (c)	175,1	144,3	21,4
Retenciones sobre rentas del capital	75,8	53,3	42,3
Impuesto sobre sociedades	99,2	90,9	9,1
Otros	0,0	0,0	21,7
Sobre sucesiones	12,6	11,9	5,6
Sobre patrimonio	14,2	10,9	29,7
Indirectos	734,2	572,6	28,2
Lujo y especiales	256,7	235,8	8,8
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	100,8	84,1	19,8
Tráfico de empresas	196,4	122,4	60,4
Aduanas	160,4	112,6	42,4
Monopolios	20,0	17,6	13,4
Tasas	93,3	82,8	12,6
Otros ingresos no financieros	59,5	24,9	139,0
Ingresos financieros (d)	117,1	81,0	44,6
PRO MEMORIA:			
Ingresos presupuestarios sin excluir pagos por desgravación fiscal a la exportación			
Total ingresos realizados	1.958,7	1.608,2	21,8
Ingresos no financieros	1.841,5	1.527,2	20,6
Impuestos	1.688,7	1.419,4	19,0
Indirectos	867,7	696,7	24,5
Lujo y especiales	275,4	254,6	8,2
Tráfico de empresas	263,1	179,8	46,4
Aduanas	208,4	160,7	29,7

- (a) Incluye los ingresos recaudados por la Administración Central y por las Comunidades Autónomas.
- (b) Incluye las retenciones sobre rentas de trabajo y el 50 % de las de capital correspondientes a las personas físicas; los fraccionamientos (entrega a cuenta) de profesionales, artistas y empresarios; la cuota diferencial neta y las cuotas de derechos pasivos. Mientras mantengan su efectividad recaudatoria, se incluyen los antiguos impuestos de IRTP, industrial, rústica y rentas del capital (50 %) y los también antiguos impuestos, hoy convertidos ya en impuestos locales, de urbana y licencia fiscal.
- (c) Incluye el 50 % de las retenciones sobre rentas del capital y la cuota diferencial del impuesto general sobre la renta de sociedades, además de los cánones de Hidrocarburos y CTNE, así como el 50 % del antiguo impuesto, hoy extinguido, sobre rentas del capital, en tanto conserve su efectividad recaudatoria.
- (d) Incluye los procedentes de variaciones de activos y pasivos financieros.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

mientos de los gastos corrientes y los gastos de capital del presupuesto inicial, a favor de estos últimos, lo que, en parte, es una consecuencia de una opción deliberada de política económica —recuérdense los 50.000 m.m. de ampliación de créditos para inversiones—, y, en parte, reflejo de un retraso en la aprobación de créditos extraordinarios para gastos corrientes, que ya subsistirá para todo el ejercicio, en vista de la disolución del Parlamento.

Ateniéndose a los pagos ordenados no financieros, clasificados por su naturaleza económica —ver cuadro 3—, el crecimiento hasta agosto es casi idéntico al de los pagos realizados del mismo carácter —26,5 %—, superando ligeramente al de los créditos presupuestados. No obstante, al contrario de lo que ocurre con éstos, en los pagos ordenados, el crecimiento de los gastos corrientes —27,4 %— excede al de los gastos de capital —23,4 %—, hecho que se acentúa si se consideran sólo los pagos ordenados correspondientes al presupuesto del ejercicio corriente. El desigual ritmo de ejecución presupuestaria entre los gastos corrientes y los gastos de capital, en relación al de 1981, que estas cifras ponen de manifiesto, se detecta también a nivel más desagregado, explicando, en parte, los fuertes contrastes entre los crecimientos de las distintas partidas de gastos que a nivel de pagos ordenados ofrece el cuadro 3.

Según puede observarse, el consumo público ha crecido muy moderadamente: un crecimiento del 3,8 % los pagos de personal, y uno del 12,7 % las compras de bienes y servicios. En cambio, se registran muy fuertes aumentos de los intereses y de las transferencias (45,4 %), alcanzando estas últimas una cifra de 1.039,0 m.m., de las cuales, más de la mitad, son transferencias a la Seguridad Social, INEM (y otros organismos de los Ministerios de Trabajo y Seguridad Social), siendo destacables también los 153,9 m.m. de transferencias a entes territoriales y los 83,7 m.m. y los 81,6 m.m. con origen, respectivamente, en los Ministerios de Educación y de Transportes, Turismo y Comunicaciones. En los gastos de capital, el crecimiento del 23,4 % se descompone en aumentos del 27,4 % para las inversiones directas del Estado y del 21,3 % para las transferencias de capital. Según los créditos presupuestados, los crecimientos son del 25,6 y del 32,3 %, respectivamente, lo que, a primera vista, podría interpretarse como una rápida ejecución de las inversiones directas del Estado. No obstante, si se observan los crecimientos de los pagos ordenados de capital debidos al presupuesto corriente, en su doble categoría de inversiones directas y transferencias, muestran crecimientos por debajo de los de los créditos presupuesta-

3. Estado. Pagos ordenados y realizados (a)

m.m. y %

	ENE - AGO						Tasa de crecimiento 1982/81		
	1982			1981			Total	Presupuesto del año	Período de ampliación
	Total	Presupuesto del año	Período de ampliación	Total	Presupuesto del año	Período de ampliación			
TOTAL DE PAGOS ORDENADOS	2 474,2	2 246,5	227,7	1 963,8	1 766,3	197,5	26,0	27,2	15,3
No financieros	2 443,7	2 224,4	219,3	1 931,9	1 745,5	186,4	26,5	27,4	17,6
Pagos corrientes	1 911,9	1 799,7	112,1	1 500,8	1 377,7	123,1	27,4	30,6	- 8,9
Remuneraciones del personal	710,8	678,1	32,8	685,1	642,6	42,5	3,8	5,5	-22,9
Activos	577,5	555,8	21,7	536,2	516,8	19,4	7,7	7,5	12,1
Clases pasivas	133,3	122,3	11,0	148,9	125,8	23,1	-10,5	-2,8	-52,2
Compras de bienes y servicios	95,7	72,4	23,4	85,0	64,7	20,3	12,7	11,9	15,1
Intereses	66,3	49,0	17,2	16,1	1,4	14,7	310,9	-	16,9
Transferencias corrientes (b)	1 039,0	1 000,3	38,8	714,6	669,0	45,6	45,4	49,5	-14,9
Pagos de capital	531,9	424,7	107,2	431,1	367,8	63,3	23,4	15,5	69,2
Inversión real	185,4	123,8	61,6	145,5	104,8	40,7	27,4	18,2	51,2
Transferencias de capital (c)	346,5	300,9	45,6	285,6	263,0	22,6	21,3	14,4	101,7
Financieros	30,5	22,1	8,4	31,9	20,8	11,1	- 4,5	6,1	-24,4
Variación de activos financieros	8,3	8,1	0,2	11,6	11,3	0,3	-	-	-
Variación de pasivos financieros	22,2	14,0	8,2	20,3	9,5	10,8	-	-	-
Libramientos pendientes de pago (-)	199,3	254,8	-55,5	165,1	193,6	-28,5	-	-	-
TOTAL DE PAGOS REALIZADOS	2 274,9	1 991,8	283,2	1 798,7	1 572,7	226,0	26,5	26,6	25,3
No financieros (d)	2 244,5	1 969,7	274,8	1 766,8	1 551,9	214,9	27,0	26,9	27,9
Financieros (e)	30,5	22,1	8,4	31,9	20,8	11,1	-	-	-

(a) No incluye pagos ordenados por residuos de presupuestos ni por secciones presupuestarias (apéndice y anexo). No figuran tampoco los pagos con cargo al Presupuesto de las Comunidades Autónomas del País Vasco y Cataluña, salvo que hayan sido cubiertos con transferencias a cargo del Presupuesto de la Administración Central.

(b) Incluye pagos por ejercicios cerrados corrientes.

(c) Incluye pagos por ejercicios cerrados de capital.

(d) Los libramientos pendientes de pago se atribuyen, en su totalidad, a las operaciones no financieras.

(e) Recoge los pagos ordenados por estos conceptos.

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

dos (aspecto este que también reflejan, de forma acentuada, las tasas de crecimiento de obligaciones contraídas hasta junio, con relación a los créditos presupuestados), lo que indica que existe un margen amplio de aceleración de la demanda pública de inversión en los meses que restan del año. Los resultados del ejercicio de 1982, en cuanto a los pagos, dependerán de la medida en que se haga uso de ese margen, de la velocidad que se imprima a la ejecución presupuestaria y del estado en que queden los créditos extraordinarios pendientes de aprobación.

22-X-1982.

Sector exterior

La balanza de pagos por cuenta corriente

Con la publicación por la Dirección General de Aduanas de las cifras sobre el comercio exterior del mes de junio, se tiene ya completa la información correspondiente al primer semestre del año.

Los datos de junio –160.6 m.m. de exportación (1.471.5 millones de dólares) y 299.4 m.m. de importación (2.743.0 millones de dólares)– vinieron a confirmar las tendencias observadas en las cifras de los meses anteriores. En lo que a la exportación se refiere, el retroceso con respecto a los valores alcanzados en mayo –que, como se recordará, mostraron síntomas de debilidad en algunos sectores– se ha centrado, básicamente, en los grupos de metales y productos metálicos, maquinaria y, muy especialmente, material de transporte terrestre. Si la comparación se realiza con respecto al mismo mes del año anterior, el retroceso es, prácticamente, generalizado, teniendo su máxima expresión en los grupos de productos vegetales y animales, textiles y calzado. En cuanto a la importación, si bien la de productos energéticos se recuperó en relación con los valores tan bajos alcanzados en los meses precedentes, la de productos no energéticos ha tenido una caída apreciable. Los grupos más afectados han sido: maquinaria, material de transporte terrestre y algunas materias primas. En relación con junio de 1981,

1. Evolución del comercio exterior

Exportaciones

m.m.

	ENE - JUN		% de incremento
	1982	1981	
Productos energéticos	68,6	46,3	48,3
Productos no energéticos	992,5	793,2	25,1
Productos del reino animal	16,5	15,0	10,0
Productos vegetales y grasas	105,9	109,3	-3,1
Industrias alimenticias	58,5	47,3	23,8
Minerales no energéticos	37,3	28,6	30,6
Productos químicos	65,8	55,9	17,7
Otras materias primas y semimanufacturas	118,2	92,1	28,3
Productos textiles	49,9	38,9	28,1
Calzado	31,3	23,6	32,5
Metales y productos metálicos	163,8	123,2	33,0
Maquinaria	140,0	106,5	31,5
Material de transporte	141,0	99,4	41,9
a) Terrestre	107,5	83,2	29,2
b) Marítimo	21,6	9,1	137,8
Otros productos no energéticos	64,3	53,4	20,5
Exportaciones totales	1 061,1	839,4	26,4

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

2. Evolución del comercio exterior

Importaciones

m.m.

	ENE - JUN		% de incremento
	1982	1981	
Productos energéticos	646,0	639,0	1,1
Carbón	27,9	19,8	40,5
Crudos de petróleo	520,5	539,6	- 3,5
Derivados del petróleo	54,5	38,0	43,8
Productos no energéticos	1 023,0	795,5	28,6
Productos del reino animal	37,9	28,8	31,5
Productos vegetales y grasas	133,0	94,9	40,1
Industrias alimenticias	38,3	27,7	38,3
Minerales no energéticos	37,7	32,9	14,7
Productos químicos	118,5	101,9	16,2
Otras materias primas y semimanufacturas	99,8	80,2	24,6
Productos textiles	38,9	30,6	27,0
Metales y productos metálicos	103,9	82,7	25,6
Maquinaria	217,9	163,4	33,3
Material de transporte	87,3	72,4	20,6
d) Terrestre	57,5	38,0	51,1
e) Aéreo	26,0	31,2	-16,8
Otros productos no energéticos	109,7	80,0	37,4
Importaciones totales	1 669,0	1 434,4	16,4

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

la comparación da resultados diferentes, con retrocesos en la energía y avances, aun muy importantes, en los productos no energéticos.

En los cuadros 1 y 2 se encuentran, valoradas en pesetas, las cifras correspondientes al comercio exterior en el primer semestre del año. Aunque la falta de información sobre los índices de valor unitario dificulta mucho el cálculo de tasas de variación en términos reales, se ha efectuado una estimación sobre aquellos basada, fundamentalmente, en el comportamiento del tipo de cambio, de la inflación interior y de los precios en los mercados internacionales; para la importación de productos energéticos se han calculado los índices de valor unitario, directamente, de las cifras de Aduanas. Las tasas de variación real resultantes, en comparación con el primer semestre del año 1981, fueron estas: 10,5 % para la exportación, 11,5 % para la importación de productos no energéticos y de -11,0 %, aproximadamente, para las importaciones de energía. Dentro de estas últimas, hay que destacar el fortísimo retroceso experimentado por la compra de crudos de petróleo (16,2 %), frente a aumentos muy notables en las importaciones de productos derivados del petróleo y de carbón.

Si la comparación se realiza con respecto al semestre precedente, a la falta de información sobre el comportamiento de los valores unitarios se une el hecho de

que, al trabajar con cifras originales, los movimientos estacionales ocultan, en muchos casos, las tendencias básicas por las que transcurren nuestros flujos comerciales con el exterior. Por ejemplo, para la exportación de mercancías, se ha estimado una tasa de variación real, sin elevar a tasa anual, en relación con el segundo semestre de 1981 del -5,0 % que, en gran medida, es el resultado del fortísimo crecimiento estacional mostrado por la exportación en el último trimestre de 1981. Para la importación no energética, la tasa de variación equivalente fue del 4,5 %, reflejando el indudable dinamismo de esta variable en la primera mitad de 1982. Este dinamismo, que sin duda alguna está relacionado con la evolución del nivel de actividad en la primera parte del año, pudiera también responder a desplazamientos temporales en la corriente de compras al exterior, alentadas por las expectativas sobre la evolución de los tipos de cambio y por las perspectivas, ahora frustradas, de una mejora en la demanda en la segunda parte del año. La importación de crudos de petróleo, por último, retrocedió en toneladas un 1,9 % entre el primer semestre de 1982 y el semestre precedente.

Para la segunda mitad del año en curso, se ha supuesto que las exportaciones de mercancías se verán afectadas por el endurecimiento en los mercados internacionales —que no podrán ver consolidadas las previsiones optimistas que se habían hecho sobre los mismos—, como ya parece que han reflejado los datos disponibles de los últimos meses, a pesar de lo cual, el fuerte componente estacional comentado anteriormente haría que la tasa de variación real con respecto al semestre precedente fuera positiva (en relación con el mismo semestre del año anterior, sí se produciría una caída en términos reales). El resultado final previsto para la exportación en el conjunto del año ha sido de un crecimiento real del 4 %, que, junto con una tasa de variación del deflactor en dólares del -3 %, aproximadamente (14 % en pesetas), haría que el valor de la exportación, en dólares, creciera muy moderadamente, en torno al 0,5 %.

Las previsiones realizadas para la importación de productos energéticos supone que, en el total del año 1982, se consolidará el importante retroceso logrado en el primer semestre. De ser así, las importaciones de energía caerían, en términos reales, en torno a un 8,5 % en relación con el año precedente; como también se supone que el precio en dólares tendrá un retroceso, la tasa de variación de su valor en dólares sería del -11 %, aproximadamente.

En cuanto a la importación de productos no energéticos, se espera una caída real importante en la segunda parte del año en relación con el semestre precedente

3. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta corriente

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-AGO	
	1982	1981
Mercancías	-6.889,0	-7.860,2
Servicios	2.823,9	2.597,3
Turismo y viajes	4.145,5	3.661,7
Fletes, seguros y transportes	820,1	728,3
Rentas de inversión	-1.420,8	-1.319,7
Otros servicios	-720,9	-473,0
Transferencias	1.052,4	1.129,4
Balanza corriente	-3.012,6	-4.133,5

(a) Según datos del registro de caja del Departamento Extranjero del Banco de España.

—de acuerdo con las previsiones realizadas sobre la evolución del nivel de actividad en ese período—, resultando para el conjunto de 1982 un crecimiento real del 4,5 %. Para las importaciones totales las previsiones realizadas anteriormente suponen una caída real en el año del 1 %, que, junto con un deflactor en dólares que retrocedería casi un 2 %, haría que en valor la tasa de variación estuviese próxima al -3 %.

Si los resultados anteriores se expresan en términos de balanza de pagos, el déficit comercial que se produciría en 1982 estaría en torno a los 9.200 millones de dólares: casi 1.000 millones menos que en el año precedente.

Resulta interesante comentar, aunque sea muy brevemente, las características más importantes de la distribución geográfica del comercio exterior en el primer semestre de 1982. Los intercambios con los países de la OCDE, tanto en importación como en exportación, han aumentado su participación en el total de forma apreciable, mientras que han disminuido las importaciones procedentes de los países de la OPEP y las exportaciones dirigidas al área del COMECON. Las ventas a los países exportadores de petróleo, aunque han mejorado en relación con el primer semestre de 1981, van perdiendo participación cuando se las compara con las cotas alcanzadas en la segunda mitad del mismo, ocurriendo algo similar con las exportaciones a países del continente americano no integrados en la OCDE ni en la OPEP. Esta evolución del comercio exterior está en consonancia con el desarrollo de la actividad en los diferentes mercados internacionales y con la composición por grupos de productos de nuestras importaciones.

En el cuadro número 3 están las cifras del registro de caja correspondientes a la balanza por cuenta corriente en el período enero-agosto, cuyas tendencias básicas a lo largo del año se han ido comentando en boletines anteriores. De acuerdo con la información disponible para los ocho primeros meses del año, se ha previsto que, en términos de balanza de transacciones, las operaciones de servicios podrían alcanzar en 1982 un superávit de más de 3.600 millones de dólares: unos 300 millones de dólares más que en el año pasado. Esta mejora se debe al buen comportamiento del renglón de turismo y viajes, que compensaría sobradamente el retroceso registrado en los epígrafes de rentas de inversión y otros servicios.

Si la balanza de transferencias tuviera un saldo positivo similar al del año pasado, el total de las operaciones por cuenta corriente en 1982 registraría un déficit en torno a los 3.800 millones de dólares: casi 1.300 millones menos que en el año 1981.

La balanza de pagos por cuenta de capital

Se examinan en este comentario los resultados agregados de la cuenta de capital en el período enero-agosto de 1982, al tiempo que se apunta la tendencia última de su evolución, poniendo en relación los datos de agosto, últimos disponibles, con los correspondientes a meses anteriores.

Según se desprende del cuadro 4, en el período transcurrido entre enero y agosto de 1982, se contabilizaron unos ingresos netos de divisas por operaciones de capital de tan sólo 1.363,2 millones de dólares, frente a los 3.926,2 millones registrados en igual período de 1981. Simultáneamente a este descenso de 2.553 millones, se produjo, entre los dos períodos referidos, un recorte de 1.120,9 millones en las necesidades de financiación de la cuenta corriente. Lo marcado de la diferencia entre uno y otro descenso, aparte de poner de manifiesto la escasa relación entre ambos fenómenos, determinó la necesidad, en enero-agosto de 1982, de un mayor recurso a la financiación con cargo a las reservas centrales de divisas -1.649,4 millones de dólares (1)— que en igual período de 1981 -217,3 millones de dólares.

(1) La cifra citada de variación de reservas centrales, en enero-agosto de 1982, no incluye las variaciones habidas en función de cambios en la valoración de las tenencias de oro, que supusieron en el período una caída adicional de 686,5 millones de dólares.

Es de observar que la evolución, en agosto de 1982, tendió a reforzar dicha situación, al resultar los ingresos netos de capital en dicho mes inferiores a la media de los siete meses anteriores. No obstante, el excedente estacional de la cuenta corriente en el mes de agosto de 1982 redundó, en dicho mes, en un incremento en el nivel de reservas centrales de divisas.

4. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta de capital

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - AGO	
	1981	1982
Balanza por cuenta corriente	-4.133,5	-3.012,6
Capital a largo plazo	3.684,6	1.058,1
Capital a corto plazo	146,3	108,8
Instituciones bancarias	- 8,0	- 221,5
Variación reservas centrales	217,3	1.649,4
D.E.G. asignados	72,5	-
Financiación F.M.I. (b)	- 43,4	- 117,9
Desfases contables	308,4	602,9
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	- 244,2	- 67,2

(a) Según datos del registro de caja del Departamento Extranjero del Banco de España.

(b) Incluye «Oil Facility» y la «Financiación Compensatoria» del F.M.I.

Los cuadros 4, 5 y 6 se corresponden con diferentes niveles de agregación de los datos. Al nivel representado por el cuadro 4, se puede apreciar cómo el mencionado descenso, entre enero y agosto de 1982, de los ingresos netos de capital se correspondió con disminuciones de los recogidos en el renglón de capital a largo plazo y, en menor medida, en el de instituciones bancarias. El único renglón que experimentó un incremento apreciable fue el de desfases contables, que es también el menos significativo de la cuenta de capital, ya que sólo recoge apuntes provisionales, a compensar en su día con anotaciones definitivas en la cuenta corriente.

Más significativo es el nivel de desagregación de los cuadros 5 y 6. En ellos se refleja la influencia decisiva que, en la evolución de la cuenta de capital, tuvo el comportamiento del crédito en moneda extranjera —directo o intermediado— recibido por el sector privado, así como del otorgado directamente por éste al exterior. A efectos del análisis, conviene mantener separados ambos flujos, sin englobarlos en uno único de crédito neto del sector privado, ya que, en principio, parecen obedecer a motivaciones distintas.

En términos netos, los créditos directos a largo plazo recibidos del exterior por el sector privado ascendie-

ron, durante los ocho primeros meses de 1982, a 637,8 millones de dólares, frente a un importe de 2.210,3 millones en igual período de 1981 —ver cuadro 5—. El descenso, de 1.572,5 millones, fue enteramente atribuible a los créditos financieros. Al mismo tiempo, el crédito interior en divisas concedido por la banca al sector privado registró, entre los citados períodos, un descenso de 322,7 millones de dólares, según se desprende de las cifras sobre movimientos de los pasivos exteriores netos de la banca delegada que financian estos créditos —ver cuadro 6.

Repetidamente, en anteriores ediciones de este boletín, se ha enumerado una serie de factores que configuran un trasfondo coherente con el descenso del recurso al crédito exterior por parte del sector privado. De un lado, la depreciación sostenida de la peseta frente al dólar —la principal moneda de nuestro endeudamiento— que ha incrementado la percepción del riesgo cambiario y encarecido el servicio de la deuda viva. De otro, la posibilidad nueva de sustituir financiación a largo plazo en moneda extranjera por idéntica financiación en pesetas en el nuevo mercado interior de créditos sindicados a tipos de interés variable. A ello habría que añadir, en el caso específico del crédito intermediado por la banca delegada, la ausencia de tensiones de liquidez en la banca, que se tradujo en un menor recurso por parte de ésta al mecanismo de la 9-DE en la financiación de sus créditos a clientela residente.

A todos estos factores ha de añadirse la caída en los tipos de interés españoles, propiciada por la autoridad monetaria en los meses iniciales del año. Este hecho, sumado a la posterior evolución del descuento de la peseta entre los meses de marzo y mayo, situó, hasta el inicio del mes de junio, los diferenciales de interés cubiertos frente al dólar en niveles marcadamente negativos y contrarios a la financiación en moneda extranjera. Desde entonces, rectificadas ya previamente la política monetaria inicial del año y registrándose una mejora del descuento de la peseta en los meses del verano, se alcanzaron niveles neutros de los diferenciales cubiertos e, incluso, positivos en el mes de agosto.

El mantenimiento o ampliación en el futuro de un diferencial positivo entre los tipos de interés españoles y extranjeros debería, en condiciones normales, atajar el descenso en el recurso por parte del sector privado al crédito en moneda extranjera. Respecto a esta posible evolución futura, pudiera constituir un indicio el hecho de que el importe neto del crédito en moneda extranjera —directo o intermediado— contraído por el sector privado en el mes de agosto se haya situado por encima de la media de los siete primeros meses del año. Una salvedad, no obstante, a esta observación la cons-

tituye otra que liga este último comportamiento a un volumen anormalmente reducido de amortizaciones de créditos exteriores directos en dicho mes.

Del lado opuesto de la cuenta de capital, pero operando en el mismo sentido, se registró igualmente, como ya se ha señalado antes, un incremento en el crédito otorgado por el sector privado al exterior, que, desde un volumen de 393,4 millones de dólares en enero-agosto de 1981, ascendió a 1.087,1 millones en igual período del presente año –ver cuadro 5–. En este caso, el incremento se operó en los créditos comerciales y, más concretamente, en los englobados en la figura de «crédito a comprador extranjero». Por la propia naturaleza de estos créditos, su crecimiento no guardó relación directa con la situación de diferencias de interés, y sí con la expansión de los mecanismos de apoyo financiero a la exportación.

Aunque a distancia de los créditos en moneda extranjera, también los renglones de inversiones ejercieron un impacto en el descenso registrado por los ingresos netos de capital durante el período enero-agosto de 1982. El menor y más tardío efecto, pues data de los últimos meses del período examinado, fue el ejercido por la caída de la inversión extranjera directa y en cartera en España, que supuso un descenso de los ingresos netos por inversiones –ver cuadro 5– desde los 1.251,0 millones de dólares contabilizados en enero-agosto de 1981 hasta los 1.088,7 millones del mismo período de 1982. Mayor y más permanente fue

5. Balanza de pagos (a)

Detalle capital a largo plazo

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-AGO	
	1981	1982
Capital a largo plazo	3.684,6	1.058,1
Sector privado	2.916,0	155,2
Financiación recibida	3.461,3	1.726,5
Inversiones	1.251,0	1.088,7
Créditos	2.210,3	637,8
Comerciales	34,1	37,7
Financieros	2.126,5	553,3
Financiación otorgada	-545,3	-1.571,3
Inversiones	-151,9	-484,2
Créditos	-393,4	-1.087,1
Comerciales	-372,0	-884,7
Financieros	15,2	43,8
Sector público	768,6	902,9
Financiación recibida	798,6	993,3
Financiación otorgada	-30,0	-90,4

(a) Según datos del registro de caja del Banco de España.

el avance durante el período de las inversiones españolas directas en entidades financieras extranjeras. También, a partir del mes de abril, comenzaron a crecer a tasas elevadas, aunque con valores absolutos todavía reducidos, las inversiones de cartera españolas en el exterior, con la adquisición de bonos exteriores. Ambos factores produjeron, según se aprecia en el cuadro 5, una elevación en las salidas netas por inversiones del sector privado español en el exterior, que alcanzaron 484,2 millones de dólares en el período examinado, frente a 151,9 millones en igual período de 1981. Es de prever, sin embargo, una detención de este crecimiento en los meses venideros. Ya en agosto se produjo un recorte en la inversión española directa en el exterior, consecuencia de más estrictos criterios de autorización administrativa, y, a partir de septiembre, deberán surgir los efectos del Real Decreto 1955/1982, de 12 de agosto, por el que se suspendió temporalmente la liberalización de las inversiones de cartera españolas en el extranjero.

6. Balanza de pagos (a)

Detalle de instituciones bancarias

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-AGO	
	1981	1982
Instituciones bancarias	- 8,0	-221,5
Financiación de créditos interiores en divisas	190,1	- 22,2
Sector privado	215,6	-107,1
Sector público	- 25,5	84,9
Cuentas en pesetas no residentes	-148,4	21,2
Variación posición en divisas	- 49,7	-220,5

(a) Según datos del registro de caja del Banco de España.

Frente a la evolución reseñada de las operaciones de capital del sector privado, las correspondientes al sector público se movieron tímidamente en sentido contrario. Se incrementó, durante el período examinado, la apelación directa al exterior, hasta alcanzar en términos netos –ver cuadro 5– la suma de 902,9 millones de dólares, frente a 786,6 millones en igual período de 1981. También se incrementó –lo que contrasta igualmente con la actitud del sector privado– su financiación en divisas a través de la banca delegada –ver cuadro 6–. Ambas actuaciones, sin embargo, fueron, como se ha dicho, insuficientes para contrarrestar la caída de los ingresos netos de divisas en las operaciones del sector privado.

Las variaciones registradas en los restantes epígrafes no son, en esta ocasión, especialmente reseñables. Ya se comentaron en la anterior edición de este boletín

las nuevas disposiciones sobre cobertura de posiciones a plazo de divisas que están detrás del incremento de la variación en la posición de divisas de la banca delegada. Las operaciones financieras a corto plazo, por su parte, arrojaron, durante el período, unos ingresos netos ligeramente inferiores a los registrados el año anterior, mientras que los saldos en pesetas convertibles, tras una marcada caída a comienzo del año, se recuperaron, en paralelo con los diferenciales de interés, en los últimos meses del período, con lo que presentaron un incremento acumulado de 21,2 millones de dólares en el período examinado.

23-X-1982.

Disponibilidades y activos líquidos en manos del público

El diseño de la política monetaria en España se ha venido realizando tradicionalmente a partir de una definición ampliada de dinero: las disponibilidades líquidas del público, que, conocida generalmente como M_3 , agrega el conjunto de depósitos en el sistema crediticio de residentes «privados» y el efectivo en circulación situado fuera de las cajas bancarias. Las razones para la elección de esta variable como objetivo intermedio de la política monetaria, que se han discutido largamente en diversas publicaciones del Banco, descansan en sus cualidades de conocimiento e información estadística rápidos y fiables, controlabilidad y, sobre todo, en la estabilidad de la relación entre disponibilidades y renta. De hecho, la autoridad monetaria española ha seguido y perfeccionado criterios de elección de variables y de control de su evolución similares a los desarrollados por otros países de la OCDE.

Esta elección básica no ha estado reñida con el seguimiento y estudio de definiciones más amplias de la liquidez existente en la economía, que se han venido presentando en los diferentes informes anuales del Banco (1), o se han ofrecido en forma fragmentaria en los distintos boletines económicos, al agregar a la evolución de M_3 el crecimiento de los saldos vivos de letras en circulación. Esta preocupación no ha estado motivada únicamente por el deseo de ofrecer una información más amplia, sino que ha encontrado su origen en los criterios de diseño y seguimiento de la política de control.

La efectividad relativa de la política monetaria descansa, en efecto, como ya se ha indicado, en la estabilidad de la relación entre dinero y renta, o, en otras palabras, en la relativa regularidad de la velocidad de circulación-renta de la demanda de dinero. Si esta relación estuviera aquejada de una fuerte versatilidad, la política de control se tornaría errática y, por tanto, superflua. De aquí la importancia del seguimiento de los desplazamientos desde disponibilidades hacia otros activos líquidos tales como bonos y obligaciones bancarias, letras endosadas, bonos y pagarés del Tesoro en manos del público, etc., que inciden en la política de la autoridad monetaria, al aumentar la velocidad de circulación-renta del dinero.

El Banco de España considera estos procesos de sustitución en el momento del diseño de los objetivos monetarios y, tras predecir su desarrollo probable, sigue la evolución de los mismos con el fin de evaluar los errores de predicción y sus consecuencias para el control monetario, por un lado, y considerar su incidencia

(1) Ver Informe Anual 1981, págs. 215-222.

en la transformación del sistema financiero, por otro. Al cierre de cada año, en el momento de fijar la tasa de crecimiento (1) de los agregados monetarios que ha de seguir en el siguiente, la autoridad cuenta con una estimación de la ecuación de demanda de dinero que le sirve para prever la expansión de la misma acorde con los objetivos finales perseguidos y con la evolución previsible de otras variables. Junto a esta estimación basada en la experiencia histórica disponible sobre la evolución de la velocidad de dinero, se realizan previsiones sobre la puesta en circulación de activos líquidos alternativos a las disponibilidades, que sirven de base para la cuantificación final del crecimiento deseado de los agregados monetarios. Por otra parte, una vez iniciado el ejercicio, el Banco de España recoge información sobre el avance de estos activos financieros, tanto para evaluar posibles desviaciones y responder a ellas con su política de control como para analizar el grado de innovación y de transformación de los instrumentos financieros vigentes en nuestra economía.

El desarrollo de nuevos activos líquidos

En los últimos años, y especialmente a partir del año 1980, han hecho su aparición o han recobrado nuevo impulso en los mercados financieros un conjunto de nuevos instrumentos dotados de amplia liquidez y con características muy similares a las de los activos recogidos dentro de una definición amplia de dinero. Las razones de su implantación y desarrollo obedecen a un conjunto de causas complejas que podemos esquematizar dentro de los siguientes apartados, que no son mutuamente excluyentes, sino, en su mayor parte, complementarios:

a) **Desarrollo de los instrumentos de la política monetaria.** Ya en los primeros momentos de puesta en marcha de la política monetaria en España se contempló la necesidad de contar con instrumentos de drenaje de liquidez, haciendo su aparición en los mercados financieros los bonos del Tesoro puestos en circulación por el Banco de España. A estos instrumentos tuvieron acceso instituciones financieras encuadradas dentro del «sector privado». Posteriormente, accedieron, asimismo, a los certificados de regulación, materializando de esta manera sus posiciones líquidas, que, hasta comienzos de 1981, no pudieron legalmente ser retribuidas en cuenta corriente por el sistema bancario a tipos libres.

(1) De hecho, la autoridad monetaria no fija una tasa, sino que marca una banda en cuyo interior han de discurrir las tasas de crecimiento y, dentro de ella, una tasa de referencia que puede sufrir cambios a lo largo del año.

b) **Financiación del déficit público.** A lo largo de la primavera de 1982, el Tesoro ha empezado a emitir pagarés a seis y doce meses a descuento, movilizables en la Bolsa o mediante simple endoso, colocando cantidades crecientes de estos títulos entre el público. Mediante esta actuación, el Tesoro ha accedido a los mercados a corto plazo, tratando de diferenciar su oferta de títulos, que descansaba únicamente, hasta ese momento, en el tramo de 3 a 5 años.

c) **Exclusión de la contabilidad para el sistema bancario.** Otra razón que ha incidido en el desarrollo reciente de los mercados de activos líquidos ha sido la no computabilidad, a efectos de los coeficientes obligatorios de bancos y cajas de ahorro, de los recursos intermediados a través de determinados instrumentos tales como bonos de caja, de tesorería y letras endosadas en los mercados bursátiles y extrabursátiles. Los fondos obtenidos por los bancos industriales a través de bonos de caja, emitidos a partir de 20-X-1979, dejaron de estar sujetos a coeficientes. Esta medida ha impulsado un intenso crecimiento de la colocación de estos títulos, cuya liquidez frecuentemente viene propiciada por las sociedades emisoras. Los bonos de tesorería emitidos por los bancos comerciales gozan de características similares (1).

El mercado bursátil de letras se inició como un camino abierto por la banca extranjera para aliviar los límites a la expansión de sus pasivos en los mercados de recursos interiores. Su consolidación ha venido propiciada por la no computabilidad de los recursos intermediados a efectos de coeficientes y por sus especiales características fiscales. Razones similares han impulsado la colocación de letras por el sistema bancario en mercados extrabursátiles.

Este conjunto de causas, unido a intentos de reducir el margen de intermediación de las instituciones bancarias y a la mayor sensibilidad del público con respecto a la retribución de su cartera en momentos de inflación, ha generado una intensa expansión en los dos últimos años de activos líquidos alternativos a los tradicionalmente incluidos en la definición de disponibilidades líquidas.

(1) Estos títulos no son computables a efectos del coeficiente de caja, pero quedan afectados por el coeficiente de inversión obligatoria. La banca comercial los ha utilizado con frecuencia para colocar, a través de operaciones de conversión, títulos mantenidos en su cartera o en las carteras de las sociedades filiales.

La serie de activos líquidos en manos del público

En los cuadros adjuntos se presentan las series de saldos y tasas de los «activos líquidos en manos del público», que comprenden las disponibilidades líquidas, los bonos de caja y tesorería, letras, bonos y pagarés del Tesoro y certificados del Banco de España en circulación, situados fuera del sistema bancario. La serie de disponibilidades líquidas en cifras medias diarias es la tradicionalmente utilizada por el Banco, expresada en términos desestacionalizados. La serie de bonos de caja recoge los saldos correspondientes al último día de cada mes de los bonos de caja y tesorería colocados fuera de bancos y cajas. La serie representada es la semisuma de los saldos de dos meses correlativos, centrada en el último mes. Igual transformación se ha realizado con la serie de letras en circulación, publicada en el *Boletín Estadístico* del Banco de España, en el cuadro VII-13, que registra las letras endosadas por bancos y cajas en los mercados bursátiles y extrabursátiles. La serie de bonos del Tesoro y certificados del Banco de España recoge, sin embargo, los saldos diarios de dichos títulos situados fuera del sistema bancario. Los datos referentes a pagarés del Tesoro en manos del público representan la diferencia entre los títulos puestos en circulación por el Banco de España y el total de dichos valores suscritos por el sistema crediticio «en nombre propio». La serie publicada es la semisuma de los saldos a fin de mes de dos meses consecutivos.

Las tasas representadas en los cuadros registran el ritmo de crecimiento de los dos agregados — M_3 y activos líquidos en manos del público— en términos directamente comparables. Analizando la evolución del período representado, se puede observar cómo, en la primavera del año 1980, la serie de activos líquidos comienza a crecer por encima de la serie de M_3 , denotando un proceso de creciente sustitución de depósitos bancarios por otros instrumentos financieros. Esta tendencia, con ligeras irregularidades, ha ido ampliándose, de forma que el diferencial de crecimiento entre las dos series alcanza, en estos momentos, 1,4 puntos porcentuales, medido en términos de la tasa interanual T_{12}^1 .

Es interesante, asimismo, resaltar cómo, dentro de esta tendencia creciente a la sustitución, las aceleraciones en los desplazamientos han venido asociadas a situaciones de tensión en los mercados monetarios con elevaciones en los tipos de interés, que provocan el desplazamiento hacia los mercados monetarios de las carteras del público en busca de una mayor remuneración. Es ilustrativa, en este sentido, la evolución

de los años 1981 y 1982. En el primer semestre del año 1981, dentro de una situación de tensión en los mercados monetarios, se registra un proceso de sustitución que culmina en el mes de agosto, período en que comienza una evolución más distendida de los tipos de interés, que perdura hasta la Semana Santa del año 1982. En esta fase de transición entre los dos años, se produce un descenso en el avance de los saldos de activos líquidos alternativos a M_3 en manos del público, que alcanza su término en el mes de marzo de 1982. A partir del mes de abril, se inicia un nuevo proceso de sustitución acelerada, que se ha estancado en los meses del verano de 1982, con la caída de los tipos de interés en los mercados monetarios.

Conclusión

Es evidente que procesos tan complejos como la evolución de las carteras de activos financieros del sector privado no pueden abordarse con indicadores tan modestos como el que se presenta en los cuadros adjuntos. Quedan por recoger parcelas tan importantes como la evolución de activos frente al exterior, títulos de renta fija y variable, mercados hipotecarios, mercados de depósitos no monetarios, situaciones de liquidez mantenidas en cuentas diversas y posiciones frente a la Hacienda Pública y la Seguridad Social, y su interacción con los saldos analizados.

Estudios de este tipo sólo son abordables con trabajos más profundos, integrados dentro del análisis de la información de un cuadro de flujos y su interrelación con la cuenta de capital de la economía. Parece importante, no obstante, ofrecer este indicador del fenómeno, ya que, aunque parcial, ilustra convenientemente sobre un proceso que está adquiriendo importancia creciente en los mercados financieros y que sirve de contrapunto a interpretaciones demasiado esquemáticas de los objetivos y las magnitudes de la política monetaria.

Disponibilidades, letras endosadas y bonos de caja

m.m.

	Disponibilidades líquidas (M-3)				Bonos de Caja en manos del público (b)	Letras en circulación (b)	Pagarés, Bonos y Certificados de Banco de España en manos del público (c) (d)	Activos líquidos en manos del público				
	Total (a)	T ₁ ¹ de 1	T ₁ ³ de 1	T _{1,2} ¹ de 1				Total	T ₁ ¹ de 8	T ₁ ³ de 8	T _{1,2} ¹ de 8	
	1	2	3	4				5	6	7	8=1+5+6+7	9	10	11
1974												
<i>Ene</i>	3 571,0	16,0	17,3	20,6	63,3	—	0,5	3 634,8	18,2	19,4	23,4	
<i>Feb</i>	3 625,4	19,9	18,9	20,0	69,0	—	0,8	3 695,1	21,9	20,9	21,3	
<i>Mar</i>	3 682,7	20,7	21,3	18,9	75,3	—	0,8	3 758,8	22,7	22,8	20,1	
<i>Abr</i>	3 747,8	23,4	21,1	18,3	77,4	—	0,6	3 825,8	23,6	22,3	19,5	
<i>May</i>	3 803,2	19,3	18,9	18,0	81,9	—	0,7	3 885,8	20,5	20,1	19,2	
<i>Jun</i>	3 846,0	14,4	17,4	17,8	88,4	—	0,5	3 934,9	16,3	18,7	18,9	
<i>Jul</i>	3 901,5	18,8	14,5	17,8	91,3	—	0,2	3 993,0	19,2	15,4	18,8	
<i>Ago</i>	3 934,2	10,5	14,8	18,4	93,0	—	0,2	4 027,4	10,8	15,2	19,2	
<i>Sep</i>	3 981,0	15,2	15,4	18,1	93,9	—	1,9	4 076,8	15,8	15,7	18,7	
<i>Oct</i>	4 043,2	20,4	18,3	18,1	94,5	—	3,3	4 141,1	20,7	18,5	18,7	
<i>Nov</i>	4 102,6	19,1	18,6	17,4	98,1	—	1,5	4 202,2	19,2	18,9	18,1	
<i>Dic</i>	4 154,3	16,2	19,5	17,3	101,6	—	1,3	4 257,2	16,9	19,7	17,9	
1975												
<i>Ene</i>	4 227,4	23,3	18,6	17,8	103,0	—	1,0	4 331,5	23,1	18,8	18,3	
<i>Feb</i>	4 281,0	16,3	20,1	18,1	105,4	—	0,9	4 387,3	16,6	20,7	18,7	
<i>Mar</i>	4 348,7	20,7	17,3	19,1	112,3	—	0,8	4 461,8	22,4	18,4	19,7	
<i>Abr</i>	4 399,4	14,90	18,0	19,6	117,9	—	1,0	4 518,3	16,3	19,0	20,1	
<i>May</i>	4 462,1	18,5	17,7	18,9	119,5	—	0,9	4 582,5	18,4	18,6	19,5	
<i>Jun</i>	4 529,3	19,6	20,2	18,9	126,0	—	1,0	4 656,2	21,1	21,0	19,5	
<i>Jul</i>	4 606,2	22,4	21,6	19,2	131,6	—	0,9	4 738,7	23,4	22,5	19,8	
<i>Ago</i>	4 685,6	22,8	21,9	19,1	133,8	—	1,1	4 820,4	22,8	22,4	19,6	
<i>Sep</i>	4 759,6	20,7	18,8	19,2	135,7	—	2,1	4 897,5	21,0	19,0	19,7	
<i>Oct</i>	4 809,0	13,2	17,5	18,8	137,9	—	3,2	4 950,1	13,7	17,9	19,3	
<i>Nov</i>	4 878,6	18,8	17,3	18,6	141,1	—	3,0	5 022,7	19,1	17,5	19,0	
<i>Dic</i>	4 953,3	20,0	20,0	18,6	144,0	—	1,9	5 099,2	19,9	20,0	19,0	
1976												
<i>Ene</i>	5 033,2	21,2	19,6	18,3	146,2	—	1,3	5 180,7	21,0	19,6	18,7	
<i>Feb</i>	5 101,9	17,7	18,2	17,9	149,5	—	1,6	5 253,0	18,1	18,6	18,2	
<i>Mar</i>	5 164,6	15,8	15,3	17,5	155,3	—	1,7	5 321,5	16,8	16,0	17,8	
<i>Abr</i>	5 216,0	12,6	15,7	17,1	159,5	—	1,7	5 377,2	13,3	16,2	17,3	
<i>May</i>	5 291,1	18,7	15,9	17,9	161,4	—	1,3	5 453,8	18,5	16,3	18,0	
<i>Jun</i>	5 359,0	16,5	17,6	18,2	165,4	—	1,3	5 525,7	17,0	17,8	18,4	
<i>Jul</i>	5 342,2	17,7	17,2	18,3	169,1	—	1,1	5 602,3	18,0	17,4	18,4	
<i>Ago</i>	5 505,5	17,4	17,0	18,4	170,0	—	1,0	5 676,5	17,1	16,8	18,5	
<i>Sep</i>	5 573,2	15,8	18,7	18,6	170,6	—	1,3	5 745,1	15,5	18,4	18,7	
<i>Oct</i>	5 669,8	22,9	20,5	18,8	172,3	—	1,3	5 843,5	22,6	20,4	18,8	
<i>Nov</i>	5 768,3	23,0	22,2	19,5	175,8	—	1,1	5 945,2	23,0	22,1	19,4	
<i>Dic</i>	5 859,9	20,8	22,2	19,4	178,7	—	0,8	6 039,4	20,8	22,0	19,3	

(a) Media mensual de datos diarios, en términos desestacionalizados.

(b) Media de dos meses, centrada en el segundo, de series de datos a fin de mes.

(c) Total emitidos menos los suscritos por el sistema crediticio en nombre propio.

(d) Pagarés: media de dos meses centrada en el segundo. Bonos y certificados: medias mensuales de datos diarios.

Disponibilidades, letras endosadas y bonos de caja

m.m.

	Disponibilidades líquidas (M-3)				Bonos de Caja en manos del público (b)	Letras en circulación (b)	Pagarés, Bonos y Certificados de Banco de España en manos del público (c) (d)	Activos líquidos en manos del público				
	Total (a)	T ₁ de 1	T ₁ de 1	T _{1/2} de 1				Total	T ₁ de 8	T ₁ de 8	T _{1/2} de 8	
	1	2	3	4				5	6	7	8=1+5+6+7	9	10	11
1977												
<i>Ene</i>	5 960,7	22,7	20,9	19,7	180,2	—	0,7	6 141,6	22,3	20,8	19,6	
<i>Feb</i>	6 049,3	19,4	20,2	19,6	183,0	—	0,6	6 232,8	19,4	20,1	19,5	
<i>Mar</i>	6 135,5	18,5	19,5	20,1	186,2	—	0,4	6 322,1	18,6	19,4	20,0	
<i>Abr</i>	6 231,6	20,5	18,9	20,5	187,6	—	0,5	6 419,7	20,2	18,9	20,4	
<i>May</i>	6 317,1	17,8	19,4	19,9	190,3	—	0,5	6 507,9	17,8	19,3	19,7	
<i>Jun</i>	6 413,4	19,9	18,1	19,3	194,0	—	0,5	6 607,9	20,1	18,1	19,1	
<i>Jul</i>	6 496,3	16,7	20,2	19,2	196,2	—	0,5	6 692,9	16,6	20,1	19,0	
<i>Ago</i>	6 614,6	24,2	20,3	18,8	196,9	—	0,5	6 811,9	23,5	19,9	18,5	
<i>Sep</i>	6 717,1	20,3	19,9	18,5	197,0	—	0,6	6 914,7	19,7	19,3	18,1	
<i>Oct</i>	6 797,8	15,4	17,2	18,6	197,5	—	0,4	6 995,7	15,0	16,8	18,2	
<i>Nov</i>	6 883,2	16,2	17,0	18,6	198,3	—	0,2	7 081,6	15,8	16,6	18,2	
<i>Dic</i>	6 985,9	19,4	17,6	19,4	198,5	—	0,2	7 184,6	18,9	17,1	19,0	
1978												
<i>Ene</i>	7 078,9	17,2	17,5	19,5	197,6	—	0,3	7 276,8	16,5	16,8	19,0	
<i>Feb</i>	7 166,1	15,8	17,7	202,2	196,3	—	0,2	7 362,6	15,1	16,9	19,6	
<i>Mar</i>	7 275,9	20,0	19,0	19,7	195,2	—	0,1	7 471,2	19,2	18,3	19,0	
<i>Abr</i>	7 393,2	21,2	22,7	20,0	194,4	—	0,2	7 587,8	20,4	22,3	19,3	
<i>May</i>	7 542,2	27,1	23,2	20,1	198,8	—	0,2	7 741,3	27,2	22,8	19,5	
<i>Jun</i>	7 665,5	21,5	24,5	20,3	199,5	—	0,3	7 865,3	21,0	23,8	19,7	
<i>Jul</i>	7 809,0	24,9	21,3	20,1	194,6	—	0,6	8 004,1	23,4	20,4	19,5	
<i>Ago</i>	7 915,3	17,6	22,1	20,7	193,3	—	0,6	8 109,3	16,9	21,1	20,2	
<i>Sep</i>	8 058,0	23,9	19,7	21,4	192,7	—	0,8	8 251,5	23,2	19,0	20,9	
<i>Oct</i>	8 167,4	17,6	19,7	21,5	191,9	—	0,8	8 360,1	17,0	19,2	21,0	
<i>Nov</i>	8 280,2	17,9	17,5	21,3	192,1	—	1,9	8 474,2	17,7	17,3	20,9	
<i>Dic</i>	8 390,0	17,1	19,8	20,2	196,4	—	0,1	8 586,6	17,1	20,0	19,7	
1979												
<i>Ene</i>	8 544,7	24,5	21,9	20,1	201,1	—	3,1	8 748,9	25,2	21,8	19,6	
<i>Feb</i>	8 699,9	24,1	23,2	19,8	200,0	—	2,8	8 902,7	23,3	22,9	19,3	
<i>Mar</i>	8 839,6	21,1	21,3	18,8	198,1	—	3,4	9 041,1	20,3	20,7	18,4	
<i>Abr</i>	8 967,6	18,8	17,8	17,9	197,1	—	5,7	9 170,5	18,6	17,4	17,6	
<i>May</i>	9 065,0	13,8	17,7	18,2	195,8	—	6,0	9 266,8	13,4	17,2	17,8	
<i>Jun</i>	9 206,1	20,4	18,4	18,2	195,0	—	5,9	9 406,9	19,7	17,8	17,9	
<i>Jul</i>	9 353,4	21,0	15,9	19,0	193,9	—	5,1	9 552,4	20,2	15,4	18,6	
<i>Ago</i>	9 407,3	7,1	13,6	18,0	193,2	—	4,3	9 604,8	6,8	13,2	17,6	
<i>Sep</i>	9 504,1	13,1	13,4	17,4	191,8	—	8,3	9 704,2	13,1	13,2	17,1	
<i>Oct</i>	9 651,0	20,2	17,4	17,3	190,7	—	10,0	9 851,7	19,9	17,0	17,0	
<i>Nov</i>	9 791,2	18,9	21,8	17,4	189,2	—	8,8	9 989,2	18,1	21,2	17,1	
<i>Dic</i>	9 984,0	26,4	19,1	17,0	190,5	0,3	7,3	10 182,2	25,8	18,8	16,8	

(a) Media mensual de datos diarios, en términos desestacionalizados.

(b) Media de dos meses, centrada en el segundo, de series de datos a fin de mes.

(c) Total emitidos menos los suscritos por el sistema crediticio en nombre propio.

(d) Pagarés: media de dos meses centrada en el segundo. Bonos y certificados: medias mensuales de datos diarios.

Disponibilidades, letras endosadas y bonos de caja

m.m.

	Disponibilidades líquidas (M-3)				Bonos de Caja en manos del público (b)	Letras en circulación (b)	Pagaré, Bonos y Certificados de Banco de España en manos del público (c) (d)	Activos líquidos en manos del público				
	Total (a)	T ₁ ¹ de 1	T ₁ ³ de 1	T ₁₂ ¹ de 1				Total	T ₁ ¹ de 8	T ₁ ³ de 8	T ₁₂ ¹ de 8	
	1	2	3	4				5	6	7	8=1+5+6+7	9	10	11
1980												
<i>Ene</i>	10 081,9	12,4	18,4	16,6	194,5	0,9	9,1	10 286,4	13,0	18,5	16,5	
<i>Feb</i>	10 214,8	17,0	16,2	16,2	195,9	1,7	9,7	10 422,2	17,0	16,4	16,2	
<i>Mar</i>	10 366,1	19,3	18,9	17,3	197,3	3,0	9,2	10 575,7	19,2	18,8	17,2	
<i>Abr</i>	10 527	20,3	16,2	17,7	197,2	4,2	10,7	10 739,2	20,2	16,3	17,7	
<i>May</i>	10 607,5	9,6	15,1	17,6	195,5	6,2	14,0	10 823,3	9,8	15,3	17,5	
<i>Jun</i>	10 738,0	15,8	13,8	16,9	196,0	9,6	15,0	10 958,5	16,1	14,0	17,2	
<i>Jul</i>	10 871,9	16,0	17,0	16,0	197,8	12,7	14,8	11 097,2	16,3	17,1	16,4	
<i>Ago</i>	11 031,2	19,1	17,8	15,9	199,0	14,8	14,4	11 259,4	19,0	17,9	16,5	
<i>Sep</i>	11 187,1	18,3	17,9	15,6	199,9	16,3	15,0	11 418,2	18,3	18,3	16,2	
<i>Oct</i>	11 330,2	16,5	16,0	15,3	208,5	19,0	15,3	11 572,9	17,5	16,8	16,1	
<i>Nov</i>	11 448,0	13,2	14,8	15,0	220,6	23,0	13,9	11 705,5	14,6	16,1	15,8	
<i>Dic</i>	11 579,2	14,7	13,2	15,5	231,3	26,6	14,5	11 851,5	16,0	14,8	16,4	
1981												
<i>Ene</i>	11 685,9	11,6	13,1	15,1	240,9	32,0	20,2	11 979,0	13,7	14,7	16,0	
<i>Feb</i>	11 805,9	13,0	13,7	15,0	243,9	39,2	24,7	12 113,7	14,4	15,3	16,1	
<i>Mar</i>	11 956,9	16,5	15,3	15,1	248,8	45,2	28,3	12 279,2	17,7	16,2	16,3	
<i>Abr</i>	12 107,9	16,3	16,2	14,9	255,0	51,5	23,6	12 438,0	16,7	16,9	16,1	
<i>May</i>	12 256,6	15,8	14,0	15,0	258,0	58,4	23,9	12 596,9	16,4	14,7	16,2	
<i>Jun</i>	12 355,1	10,1	13,9	15,0	261,4	65,2	26,7	12 708,4	11,2	15,1	16,2	
<i>Jul</i>	12 507,3	15,8	15,1	15,5	274,9	72,7	29,4	12 884,2	17,9	16,7	16,6	
<i>Ago</i>	12 692,9	19,3	17,0	15,8	289,8	78,9	30,6	13 092,2	21,2	18,5	16,8	
<i>Sep</i>	12 849,1	15,8	17,8	16,0	293,7	83,2	32,4	13 258,4	16,3	18,7	17,0	
<i>Oct</i>	13 029,8	18,2	15,8	16,3	295,6	90,7	32,0	13 448,1	18,6	16,6	17,3	
<i>Nov</i>	13 166,4	13,3	17,4	16,8	304,4	100,3	34,3	13 605,4	15,0	18,1	17,9	
<i>Dic</i>	13 373,6	20,6	16,5	17,2	303,9	108,6	34,0	13 820,1	20,7	17,2	18,4	
1982												
<i>Ene</i>	13 535,7	15,6	16,9	17,4	300,7	118,0	38,6	13 993,0	16,1	17,8	18,8	
<i>Feb</i>	13 691,9	14,8	17,0	17,1	311,6	127,2	43,7	14 174,4	16,7	18,2	18,5	
<i>Mar</i>	13 907,3	20,6	19,3	16,6	321,0	138,5	42,3	14 409,0	21,8	20,8	18,0	
<i>Abr</i>	14 145,4	22,6	21,2	17,0	323,7	153,7	44,6	14 667,5	23,8	22,7	18,4	
<i>May</i>	14 367,3	20,5	18,5	...	332,1	170,0	50,0	14 919,4	22,7	20,6	...	
<i>Jun</i>	14 510,5	12,6	15,1	...	345,6	186,3	59,2	15 101,6	15,7	17,5	...	
<i>Jul</i>	14 652,0	12,4	12,6	...	353,9	203,7	62,3	15 271,9	14,4	14,9	...	
<i>Ago</i>	14 801,2	12,9	15,4	...	359,6	219,5	65,9	15 446,1	14,6	16,7	...	
<i>Sep</i>	15 039,6	21,1	...	...	361,3	229,3	64,5	15 694,7	21,1	...	...

- (a) Media mensual de datos diarios, en términos desestacionalizados.
- (b) Media de dos meses, centrada en el segundo, de series de datos a fin de mes.
- (c) Total emitidos menos los suscritos por el sistema crediticio en nombre propio.
- (d) Pagaré: media de dos meses centrada en el segundo. Bonos y certificados: medias mensuales de datos diarios.

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORRO (a)

Vigentes a 30 de septiembre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
SIETE GRANDES												
BILBAO	10,50	12,75	14,50	15,00	17,00	15,00	16,50	17,00	18,00	18,00	17,00	19,50
CENTRAL	11,00	13,00	15,00	17,00	18,50	15,50	17,00	18,00	18,50	18,50	18,00	19,50
ESPAÑOL DE CREDITO	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
HISPANO AMERICANO	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,00	17,00	18,00	18,50	(3,00)	17,00	18,00
POPULAR	10,00	12,50	14,50	16,50	18,00	15,00	17,00	17,50	23,00	23,00	17,00	19,00
SANTANDER	11,00	13,00	14,50	15,00	18,00	16,00	17,00	18,00	23,00	(2,50)	17,00	21,00
VIZCAYA	11,00	12,75	14,50	15,00	17,50	15,00	16,50	17,50	18,00	18,00	17,50	20,00
<i>Media simple</i>	10,79	12,88	14,64	15,93	17,93	15,21	16,86	17,64	19,57	19,38	17,29	19,50
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
ABEL MATUTES TORRES	11,00	13,50	15,50	16,50	19,00	14,50	15,50	15,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
ALBACETE	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	16,00	18,00	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ALICANTE	11,00	13,50	15,50	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	23,00	23,00	16,00	21,00
ALICANTINO DE COMERCIO	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ANDALUCIA	10,00	12,50	14,50	17,50	19,00	16,00	18,00	19,50	24,00	24,00	18,00	22,00
ASTURIAS	10,00	13,00	14,50	16,00	16,50	15,00	16,50	17,00	20,00	20,00	17,00	19,50
ATLANTICO	11,00	13,50	14,50	16,50	17,50	15,00	17,00	18,00	19,00	(4,00)	16,00	21,00
BARCELONA	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
CANTABRICO	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,00	16,50	18,00	20,00	(2,50)	—	—
CASTILLA	10,00	12,50	14,50	17,00	19,00	15,50	17,50	19,50	24,75	24,75	18,00	22,00
CATALANA	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
COMERCIAL DE CATALUÑA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
COMERCIAL ESPAÑOL	11,00	13,00	14,50	15,00	18,00	16,00	17,00	18,00	23,00	(2,50)	17,00	21,00
COMERCIAL OCCIDENTAL	11,00	12,75	14,50	16,00	17,00	15,00	16,50	17,50	20,00	(4,00)	18,00	22,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO ..	11,00	13,00	14,50	16,00	—	15,50	17,00	18,50	19,00	(3,00)	17,00	18,00
COMERCIO	10,50	13,00	14,00	15,50	17,75	15,00	16,50	18,00	18,00	18,00	18,00	20,00
CONDAL	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO BALEAR	10,00	12,50	14,50	17,00	19,00	16,00	17,00	19,50	24,00	24,00	18,00	22,00
CREDITO COMERCIAL	11,00	13,00	14,50	16,00	18,50	15,00	17,00	18,00	20,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO E INVERSIONES	—	—	11,00	17,00	18,00	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	22,00
DEPOSITOS	10,00	11,00	12,00	14,00	16,00	8,00	9,00	12,00	23,00	23,00	12,00	16,00
DESCUENTO	11,00	13,00	14,00	17,00	18,00	17,00	17,00	17,00	25,00	25,00	18,00	22,00
ETCHEVERRIA	—	—	13,50	17,00	17,50	15,00	15,50	17,00	18,75	18,75	17,50	19,00
EUROPA	11,00	13,50	15,00	17,00	18,00	16,00	17,00	18,00	20,00	(2,50)	18,00	21,00
EXPORTACION	10,00	13,00	14,50	15,50	19,50	16,50	18,50	20,50	19,00	22,00	18,00	22,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,00	16,50	18,00	17,00	(2,50)	—	—
EXTREMADURA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
GALICIA	10,00	12,50	14,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	24,00	(4,00)	18,00	22,00
GARRIGANOQUES	11,00	13,50	15,00	16,00	18,50	15,50	17,00	18,00	18,50	(2,50)	15,00	19,50
GENERAL	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
GERONA	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
GUIPUZCOANO	11,00	13,50	15,00	17,00	19,00	16,00	17,50	18,00	17,50	(3,00)	17,50	19,50
HERRERO	10,00	12,50	14,00	16,00	17,50	15,00	16,50	17,25	18,00	(1,00)	17,25	19,50
HUELVA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	20,00	18,00	22,00
HUESCA	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,00	17,50	18,00	18,00	18,00	18,00	21,00
INTERNAC. DE COMERCIO	11,00	13,00	15,00	17,50	17,50	16,00	17,50	18,50	23,00	23,00	17,50	19,50
ISLAS CANARIAS	—	—	13,50	17,00	19,00	16,00	17,00	18,00	22,00	(2,00)	16,00	22,00

(a) Las notas correspondientes a la elaboración de este cuadro se encuentran en el Boletín Económico de diciembre de 1981.

(b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(continuación) 2

Vigentes a 30 de septiembre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
JEREZ.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
JOVER.....	11,00	13,00	14,50	15,00	18,00	16,00	17,00	18,00	19,00	(2,50)	17,00	21,00
LATINO.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
LEVANTE.....	—	—	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,50	23,00	(3,00)	18,00	23,00
LOPEZ QUESADA.....	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,00	17,00	18,00	18,00	(1,00)	17,00	21,00
MADRID.....	11,50	14,00	15,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	19,50	(2,50)	18,00	21,00
MARCH.....	11,00	13,00	15,00	16,00	17,00	15,50	17,00	17,50	20,00	20,00	17,00	19,50
MAS SARDA.....	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	15,50	17,00	18,00	18,00	(2,50)	18,00	20,00
MASAVEU.....	10,50	12,50	14,50	17,00	18,00	17,00	18,00	19,00	22,00	22,00	18,00	22,00
MERCANTIL DE TARRAGONA.....	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,00	17,00	18,00	18,50	(3,00)	17,00	18,00
MERIDIONAL.....	11,00	13,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	19,00	25,00	25,00	17,50	21,00
MURCIA.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
NORTE.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
OESTE.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
PASTOR.....	11,00	13,50	14,50	16,50	18,50	15,50	17,00	18,00	18,00	(2,00)	15,50	20,00
PENINSULAR.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
PERFECTO CASTRO CANOSA.....	11,50	12,50	14,00	16,50	18,00	16,00	17,00	18,00	21,00	21,00	17,00	19,00
PRESTAMO Y AHORRO.....	11,00	12,75	14,50	15,00	17,50	15,00	16,50	17,50	18,00	18,00	17,50	20,00
PUEYO.....	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	15,00	16,50	17,00	20,00	20,00	18,00	22,00
SABADELL.....	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	15,50	16,50	17,50	17,00	(2,00)	17,00	19,50
SEVILLA.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
SIMEON.....	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,50	16,50	18,00	24,00	(4,00)	16,50	22,00
SINDICATO DE BANQUEROS.....	11,00	13,00	14,50	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	19,00	(2,50)	16,00	23,00
TOLEDO.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
TRELLES.....	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
VALENCIA.....	10,00	12,00	14,00	17,00	18,50	15,50	17,00	18,50	18,50	18,50	17,50	19,50
VALLADOLID.....	10,00	12,50	14,50	16,50	18,00	15,00	17,00	18,00	20,00	20,00	18,00	19,00
VASCONIA.....	10,00	12,50	14,50	18,00	19,00	16,00	18,00	19,50	23,00	23,00	18,00	22,00
VITORIA.....	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	21,00	(3,00)	17,50	22,00
ZARAGOZANO.....	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	15,50	17,00	18,00	22,00	22,00	17,50	22,00
<i>Media simple.....</i>	10,82	12,71	14,58	16,18	17,42	15,34	16,57	17,46	20,91	21,67	17,40	21,03
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
CATALAN DE DESARROLLO.....	11,50	14,00	15,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	19,50	(2,50)	18,00	21,00
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL.....	12,00	14,50	16,50	17,50	19,50	16,50	18,00	18,50	20,00	(2,50)	17,50	21,00
POPULAR INDUSTRIAL.....	12,00	13,00	14,00	15,00	14,00	16,50	16,50	17,50	23,00	23,00	17,00	19,50
EXPANSION INDUSTRIAL.....	11,00	13,50	15,00	16,00	17,00	15,00	16,50	17,00	21,00	21,00	17,00	22,00
FINANCIACION INDUSTRIAL.....	11,00	13,00	14,50	16,50	17,00	15,50	17,00	17,50	18,00	18,00	17,00	20,00
FINANZAS.....	11,00	13,00	15,00	16,00	17,50	16,00	17,00	18,00	22,00	22,00	17,00	22,00
FOMENTO.....	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,50	17,00	18,00	20,50	(2,50)	18,00	20,50
GRANADA.....	11,00	13,00	15,00	17,00	18,50	15,00	17,00	18,00	20,50	(2,50)	18,00	20,50
HISPANO INDUSTRIAL.....	—	—	16,00	16,25	—	16,00	17,50	—	18,50	(3,00)	18,00	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO.....	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	15,50	16,50	17,50	18,00	18,00	17,50	20,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA.....	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	22,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA.....	13,00	14,00	15,50	16,00	16,00	16,00	17,00	19,00	20,00	(3,00)	19,00	22,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO.....	—	—	11,00	16,50	18,00	—	18,00	19,00	23,00	23,00	18,00	22,00
INDUSTRIAL DEL SUR.....	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(continuación) 3

Vigentes a 30 de septiembre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
INDUSTRIAL DEL TAJO	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	16,00	17,50	18,50	18,00	(2,00)	17,00	20,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL ..	11,00	13,00	14,50	16,00	18,00	15,00	17,00	18,00	19,50	(3,00)	18,50	22,00
NOROESTE	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
OCCIDENTAL	11,00	12,75	14,50	16,00	17,00	15,00	16,50	17,50	20,00	(4,00)	18,00	22,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	18,00	18,00	(3,00)	18,00	20,00
PIRINEOS	11,50	14,50	16,00	17,50	19,00	17,50	18,00	20,00	23,00	(3,00)	19,00	20,50
PROGRESO	12,00	14,00	15,00	16,00	17,00	15,00	17,00	17,50	20,00	20,00	17,50	20,00
PROMOCION DE NEGOCIOS	10,50	12,75	14,50	15,00	17,50	15,50	16,50	17,50	20,00	20,00	18,00	22,00
UNION	—	—	14,00	16,50	17,50	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	22,00
URQUIJO	11,50	13,50	15,50	16,50	17,00	15,50	17,00	18,00	22,00	(3,00)	18,00	20,00
<i>Media simple</i>	11,29	13,21	14,83	16,28	17,37	15,65	16,98	17,87	20,60	21,10	17,79	21,13
BANCOS EXTRANJEROS												
ALGEMENE BANK	—	—	—	—	—	—	—	—	23,00	23,00	18,00	22,00
AMERICA	11,50	13,00	15,00	17,00	18,00	19,88	17,00	18,00	26,00	(3,00)	18,00	20,00
ARABE ESPAÑOL	—	—	11,00	15,00	16,00	15,00	16,00	17,00	20,00	20,00	17,00	22,00
BANKERS TRUST	—	—	—	—	—	17,38	18,13	—	20,00	(4,00)	14,25	19,25
BARCLAYS BANK	—	—	16,50	—	—	16,88	17,50	18,50	20,00	20,00	18,00	22,00
BRASIL	—	—	—	—	—	—	—	—	20,00	(3,00)	18,00	21,00
CHASE MANHATAN BANK	—	—	16,75	17,50	—	16,25	16,25	—	19,25	(3,00)	—	—
CHEMICAL BANK	—	—	—	—	—	16,75	21,00	—	(3,00)	(3,00)	—	—
CITIBANK	17,00	17,00	17,50	18,00	—	17,50	18,00	—	22,00	(2,00)	—	—
COMMERZBANK	11,75	12,75	15,00	16,25	19,00	16,50	18,00	19,50	19,75	(3,00)	19,00	21,00
CONTINENTAL ILLINOIS	11,70	13,90	14,50	14,30	—	16,75	17,25	17,75	20,75	20,75	—	—
CREDIT LYONNAIS	—	—	12,00	14,00	15,00	16,00	17,50	18,50	20,00	(1,00)	18,50	21,00
DEUTSCHE BANK	—	—	12,00	16,00	18,00	14,50	17,00	18,25	22,00	(0,75)	17,00	19,00
DRESDNER BANK	17,10	—	16,85	15,35	—	17,55	18,05	—	22,00	(5,00)	—	—
ESTADO DE SAO PAULO	—	—	13,67	17,00	18,00	15,50	17,00	17,50	20,50	20,50	17,00	22,00
EXTERIOR ANDES Y ESPAÑA	11,00	13,50	14,50	16,50	18,50	15,00	16,50	18,00	17,00	(2,50)	18,00	20,00
FIRST N. BANK OF CHICAGO	—	—	16,38	17,29	—	16,88	17,79	—	20,00	(4,00)	19,25	22,00
INDOCHINE ET DE SUEZ	—	—	14,00	15,50	17,00	15,75	16,50	18,00	18,50	18,50	16,00	20,00
LONDON & SOUTH AMERICA	11,25	14,00	15,00	16,50	—	15,50	17,00	20,00	21,00	(3,00)	18,00	21,00
MANUF. HANNOVER TRUST	—	—	18,00	18,00	—	18,00	18,00	—	11,00	25,00	—	—
MIDLAND BANK	—	—	—	—	—	17,00	—	—	20,00	(3,00)	—	—
MORGAN GUARANTY	17,00	—	16,50	15,00	—	17,00	17,50	—	24,00	25,00	—	—
NAT. WESTMINSTER BANK	—	—	18,25	17,25	—	20,00	18,25	—	20,00	(2,00)	—	—
NATIONALE DE PARIS	12,00	13,00	14,00	15,00	17,00	—	16,00	17,50	16,00	(1,00)	17,50	21,00
NAZIONALE DEL LAVORO	11,00	13,50	15,00	16,75	—	16,50	17,50	—	20,00	20,00	17,50	20,00
PARIS ET PAYS-BAS	11,00	13,00	14,50	15,50	15,50	15,50	16,50	18,00	22,00	(2,00)	18,00	22,00
ROMA	12,00	—	13,00	17,00	—	15,00	17,50	—	23,00	23,00	—	—
SAUDI ESPAÑOL	12,50	14,50	15,00	15,50	17,00	14,00	14,50	16,50	20,00	(2,50)	17,00	22,00
SOIETE GENERALE	11,00	13,00	14,50	16,00	17,50	15,00	17,00	17,50	19,00	(2,00)	17,50	21,00
TOKYO	—	—	—	—	—	16,50	17,50	—	23,00	(2,00)	—	—
<i>Media simple</i>	12,70	13,74	14,98	16,18	17,21	16,45	17,29	18,03	20,34	21,58	17,55	20,96
TOTAL BANCA PRIVADA												
<i>Media simple</i>	11,16	12,94	14,71	16,19	17,42	15,63	16,82	17,63	20,65	21,36	17,50	20,95

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(continuación) 4

Vigentes a 30 de septiembre de 1982

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Interior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
CONFEDERACION ESPAÑOLA C. A.	—	—	12,00	17,00	19,00	15,50	16,50	19,50	17,00	(2,00)	14,25	20,00
ALAVA PROVINCIAL	—	—	10,00	16,00	17,00	12,00	12,00	12,00	17,00	17,00	12,50	20,00
ALBACETE	—	—	11,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	16,00	(3,00)	14,50	19,00
ALICANTE PROVINCIAL	—	—	11,00	15,00	17,00	14,00	14,00	14,00	17,00	(3,00)	15,00	19,00
ALICANTE Y MURCIA	—	—	14,00	16,50	19,00	14,00	14,00	14,00	17,00	(3,00)	15,00	19,00
ALMERIA	—	—	14,00	18,00	—	16,00	17,50	17,50	20,50	(4,00)	16,00	25,00
ANTEQUERA	—	—	11,00	15,00	17,00	12,00	14,00	16,00	21,00	(2,00)	16,00	20,00
ASTURIAS	11,00	13,00	14,00	16,50	18,50	14,00	14,00	14,00	15,00	(4,00)	14,00	20,00
AVILA MONTE	—	—	11,00	16,00	19,00	13,00	14,00	15,00	16,00	(5,00)	16,00	20,00
AVILA PRESTAMOS	—	—	12,00	13,00	15,00	14,00	14,50	15,00	16,00	(3,00)	15,00	19,00
BADAJOS	—	—	11,00	15,00	20,50	12,00	15,00	16,00	16,00	(4,00)	16,00	18,00
BALEARES	—	—	9,00	14,25	14,75	11,50	11,50	11,50	19,00	(4,00)	14,50	19,50
BARCELONA MONTE	11,00	13,00	14,50	16,50	18,50	15,50	16,50	17,00	19,50	19,50	15,50	19,50
BARCELONA PENSIONES	12,00	13,00	14,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	22,00	(2,00)	16,00	20,00
BILBAO MUNICIPAL	—	—	11,00	16,00	18,00	12,00	13,00	14,50	17,00	(2,00)	12,50	17,50
BILBAO VIZCANA	10,00	10,50	11,00	13,00	14,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	19,00
BURGOS C.C.O.	10,50	—	11,50	14,00	15,50	11,50	13,00	14,00	13,00	(2,00)	14,00	17,00
BURGOS MUNICIPAL	—	—	11,50	14,00	15,50	11,50	13,00	14,00	13,00	(2,00)	14,00	17,00
CACERES	—	—	11,00	15,00	18,00	12,00	14,50	16,00	20,00	(2,00)	15,00	20,00
CADIZ	—	—	13,00	14,00	15,00	13,00	14,00	15,00	21,00	(4,00)	16,00	19,00
CARLET	—	—	10,00	—	—	14,00	14,00	16,00	18,50	(3,00)	17,50	20,50
CASTELLON	—	—	10,50	16,50	18,00	10,00	13,50	16,00	19,00	(3,00)	15,00	19,00
CATALUÑA	—	—	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	19,50	(2,00)	15,50	19,50
CEUTA	—	—	12,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	19,00	20,00	15,00	17,00
CORDOBA MONTE	—	—	9,00	14,00	16,00	12,50	14,00	16,00	14,00	19,00	12,50	19,00
CORDOBA PROVINCIAL	—	—	9,00	15,00	18,00	11,00	15,00	16,00	10,00	19,00	16,50	18,75
CUENCA	—	—	11,00	14,00	16,00	13,00	14,00	16,00	18,00	(3,00)	16,00	20,00
GALICIA	11,00	13,00	14,00	16,00	16,00	14,00 ^(b)	14,75 ^(b)	15,75 ^(b)	15,00	(2,00)	14,00	19,00
GERONA	10,50	13,00	14,50	16,00	17,00	14,00	15,00	16,00	20,00	20,00	15,00	19,00
GRANADA MONTE	—	—	10,00	16,00	18,00	12,50	14,00	15,50	15,00	15,00	17,00	20,00
GRANADA PROVINCIAL	—	—	12,50	16,00	18,00	12,50	14,00	15,50	18,50	(2,00)	13,00	20,00
GUADALAJARA	—	—	14,00	—	—	14,00	16,00	17,00	19,50	19,50	17,00	19,50
GUIPUZCOA PROVINCIAL	10,00	12,50	14,00	15,50	17,00	13,00	13,50	14,00	18,00	(2,00)	14,00	17,00
HUELVA	—	—	11,00	15,00	15,50	14,00	15,00	16,00	17,00	(2,00)	16,50	19,50
JAEN	11,00	12,00	13,50	16,50	18,50	13,00	15,00	16,00	19,00	19,00	18,00	20,00
JEREZ	11,00	13,00	14,00	14,50	15,00	12,00	14,00	15,00	20,00	(2,00)	15,00	19,00
LEON	11,00	12,50	13,50	17,00	19,00	13,00	14,50	15,00	15,00	(4,00)	16,00	19,00
MADRID	10,00	13,00	14,50	15,00	16,00	13,00	13,00	13,50	18,00	(4,00)	13,50	18,00
MALAGA	—	—	11,00	14,00	16,00	12,00	15,00	17,00	20,00	(4,00)	12,00	20,00
MANLLEU	11,00	13,00	15,00	16,00	17,00	—	12,00	14,00	21,50	—	15,50	19,50
MANRESA	—	—	10,00	14,00	15,00	13,00	14,00	15,00	19,00	(3,00)	15,50	19,50
MATARO LAYETANA	11,00	11,00	14,00	15,00	15,00	15,00	13,25	15,00	18,00	(0,00)	14,50	20,00
MURCIA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	13,00	15,00	16,00	17,00	(3,00)	16,00	19,00
ONTENIENTE	—	—	12,00	14,00	—	14,00	14,00	14,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
ORENSE	—	—	11,00	16,00	17,00	14,00	14,00	15,00	18,00	(1,50)	16,00	21,00
PALENCIA MONTE	—	—	—	—	—	13,00	15,00	16,00	18,00	—	16,00	20,00
PALENCIA PRESTAMOS	—	—	14,50	17,00	18,00	15,00	16,00	18,00	17,00	(2,00)	15,00	18,00
LAS PALMAS GRAN CANARIA	10,00	13,00	14,00	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	19,00	(2,00)	16,00	20,00
PAMPLONA MUNICIPAL	—	—	10,00	12,00	14,00	12,00	12,00	12,00	15,00	(3,00)	12,00	20,00

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(b) Tipo medio de los tipos de préstamos y créditos.

(continuación) 5

Vigentes a 30 de septiembre de 1982

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
PAMPLONA NAVARRA	—	—	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	19,50	16,00	12,00	21,00
PLASENCIA	—	—	12,00	14,00	17,00	12,00	15,00	16,00	20,00	20,00	16,00	21,00
POLLENSA	—	—	—	—	—	15,00	16,00	17,00	22,00	—	17,00	19,00
PONTEVEDRA	—	—	9,50	17,00	17,25	16,50	16,50	16,50	22,00	22,00	17,00	19,50
RIOJA	11,00	13,00	15,50	17,00	18,50	14,00	15,00	16,00	18,00	(4,00)	15,00	23,00
RONDA	11,50	12,50	14,00	15,00	18,00	12,00	15,00	18,00	15,00	20,00	12,00	20,00
SABADELL	—	—	11,00	16,50	17,50	15,50	15,50	15,50	21,00	21,00	15,50	19,50
SAGUNTO	—	—	11,00	17,00	19,00	14,00	14,00	15,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
SALAMANCA	—	—	10,00	14,00	15,00	13,00	13,00	13,00	19,00	(4,00)	13,00	19,00
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	—	—	10,00	17,00	18,00	13,00	13,50	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
SANTA CRUZ DE LA PALMA	10,00	13,00	14,00	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	18,00	(2,00)	15,00	19,00
SANTA CRUZ DE TENERIFE	10,00	13,00	14,00	15,50	16,50	—	16,60	16,60	16,25	(1,50)	14,50	20,00
SANTANDER	—	—	10,00	10,00	—	(b)	(b)	(b)	14,00	(2,00)	(c)	(c)
SEGORBE	—	—	11,00	15,00	16,00	10,50	10,50	10,50	18,00	18,00	15,00	19,00
SEGOVIA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	14,00	15,00	16,00	18,00	(2,00)	16,00	19,00
SEVILLA MONTE	—	—	10,00	14,00	15,00	12,00	14,00	15,00	16,00	(4,00)	15,00	19,00
SEVILLA SAN FERNANDO	—	—	13,00	16,00	18,00	12,00	13,00	15,00	16,00	(3,00)	14,00	19,00
SORIA	—	—	11,00	17,50	18,50	14,00	15,00	17,50	18,00	(4,00)	15,00	19,00
TARRAGONA	12,00	13,00	14,00	16,00	16,00	14,00	12,00	14,00	18,00	(5,00)	15,00	20,00
TARRASA	11,00	13,00	14,50	15,00	16,00	16,50	16,50	17,00	19,50	19,50	18,00	19,50
TOLEDO	—	—	11,00	18,50	—	15,00	15,00	15,00	19,00	(3,00)	15,00	18,50
TORRENTE	—	—	11,00	14,00	16,00	14,00	14,50	15,00	19,50	(1,50)	15,00	19,50
VALENCIA	—	—	9,00	14,00	15,00	14,00	14,00	15,00	19,00	19,00	14,00	19,00
VALLADOLID POPULAR	—	—	13,30	13,80	—	16,00	16,00	16,00	16,00	(3,50)	15,00	19,00
VALLADOLID PROVINCIAL	—	—	13,00	16,00	18,00	12,00	12,00	16,00	16,00	(4,00)	16,00	17,50
VIGO	11,00	14,00	15,00	17,50	18,00	15,05	16,67	17,21	20,00	20,00	17,21	18,85
VILLAFRANCA DEL PENEDES	11,00	13,00	14,00	15,00	17,00	12,00	12,00	15,00	19,00	(3,00)	15,00	20,75
VITORIA CIUDAD	—	—	10,00	14,50	—	15,00	15,00	15,00	21,00	(2,00)	15,00	19,00
ZAMORA	—	—	11,00	13,50	16,00	12,00	14,00	16,00	19,00	(5,00)	16,50	20,00
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,50	13,00	14,00	15,50	18,00	(4,00)	15,50	19,00
ZARAGOZA INMACULADA	—	—	11,00	15,00	17,00	12,00	14,50	15,00	18,00	(4,00)	15,50	19,50
CAJA POSTAL	—	—	—	—	—	—	15,00	15,00	18,00	(2,00)	16,50	18,00
<i>Media simple</i>	10,82	12,76	12,16	15,29	16,82	13,37	14,35	15,37	17,91	19,08	15,08	19,35

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(b) El tipo a aplicar estará comprendido entre el 13 % y el 18 %, dependiendo de la cuantía.

(c) El tipo inferior está comprendido entre el 13 % y el 18 %, dependiendo de la cuantía. El tipo superior está comprendido entre el 15 % y el 20 %, dependiendo de la cuantía.