

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

noviembre 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
- 8 Evolución monetaria
- 16 Actividad, empleo, precios
- 21 Sector público
- 25 Sector exterior
- 31 Regulación bancaria: 3.^{er} trimestre de 1982
- 37 Información del Banco de España
- 38 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en octubre de 1982.
- 40 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 41 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 45 Indicadores económicos

Evolución monetaria internacional

Entre las semanas correspondientes al 15 de octubre y 12 de noviembre, el dólar USA cobró de nuevo una cierta fortaleza (después de un mes de estabilidad), que le llevó a apreciarse un 1,4 % en términos de derechos especiales de giro (DEG). Frente a las principales monedas, la apreciación del dólar se situó entre el 4 % y el 4,6 % en relación al yen japonés y a la peseta, respectivamente. Al finalizar el período considerado, el dólar volvió a sobrepasar los niveles máximos, en varios años, frente al marco alemán, al yen japonés, al franco francés y a otras monedas.

Las razones de este fenómeno son de difícil identificación. Por una parte, se han producido recientemente hechos de orden político —nuevas tensiones en Polonia, muerte del Jefe de Estado de la URSS, elecciones legislativas en Estados Unidos (1)— que pueden haber propiciado, como ha sucedido en otras ocasiones, movimientos de capital dirigidos hacia el dólar. Por otra parte, ha continuado registrándose un suave estrechamiento de los diferenciales de interés a corto plazo del dólar frente a las monedas más importantes, a pesar del patente deseo de las autoridades de la mayoría de los países europeos y de Japón de aprovechar cualquier descenso en los rendimientos del dólar para reducir su propio nivel de los tipos de interés. Sin embargo, a pesar de esta reducción de los diferenciales de interés a favor del dólar, los mercados monetarios y financieros no parecen haber asumido unas claras expectativas a la baja sobre los tipos de interés del dólar, probablemente por desconfianza a que la Reserva Federal siga suministrando fondos al mercado en volumen suficiente para prolongar la reducción del coste del dinero. A este respecto, desde las importantes declaraciones que hizo el presidente de la Reserva el 9 de octubre (2), los mercados han estado esperando algún signo adicional, que no se ha producido, de la autoridad monetaria de Estados Unidos en apoyo del descenso de los tipos, especialmente una nueva reducción del tipo de redescuento (3).

A estos factores habría que añadir otros que prestan fortaleza al dólar. En primer lugar, la debilidad de la demanda interior favorece el mantenimiento de un saldo exterior por cuenta corriente superavitario; en segundo lugar, la notable reducción de la tasa de inflación tiende a mejorar las expectativas a largo plazo sobre el dólar. Finalmente, como se ha señalado antes, los descensos de los tipos de interés americanos se

(1) Los resultados electorales del partido gobernante fueron mejores de lo esperado.

(2) Véase *Boletín Económico* de octubre de 1982.

(3) El 7 de octubre, la Reserva Federal decidió reducir en 0,5 puntos el tipo de redescuento, situándolo en un 9,5 %.

verán probablemente acompañados de simultáneos descensos de los tipos en el resto de los países industriales. Por ello, en los mercados se ha generalizado la expectativa de que el dólar mantendrá su fortaleza hasta mediados de 1983; si bien, las perspectivas de un empeoramiento de la balanza de pagos por cuenta corriente en 1983 acabarán afectando al dólar en un sentido depresivo.

Durante el período considerado, se redujeron notablemente las tensiones que había provocado en el sistema monetario europeo (SME) la devaluación de la

1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 8 al 12 de noviembre de 1982

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 11-15 OCT 1982	Respecto última semana 1981
Dólar USA	1,06	1,41	9,17
Yen japonés	288,67	-0,63	-10,91
Franco suizo	2,36	-2,70	-11,46
Libra esterlina	0,64	-1,76	-4,31
Marco alemán	2,75	-1,68	-4,27
Franco belga	53,22	-1,51	-16,38
Florín holandés	2,99	-1,35	-3,08
Franco francés	7,75	-1,45	-14,06
Lira italiana	1.576,19	-2,43	-11,01
Peseta	126,78	-3,22	-10,70

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

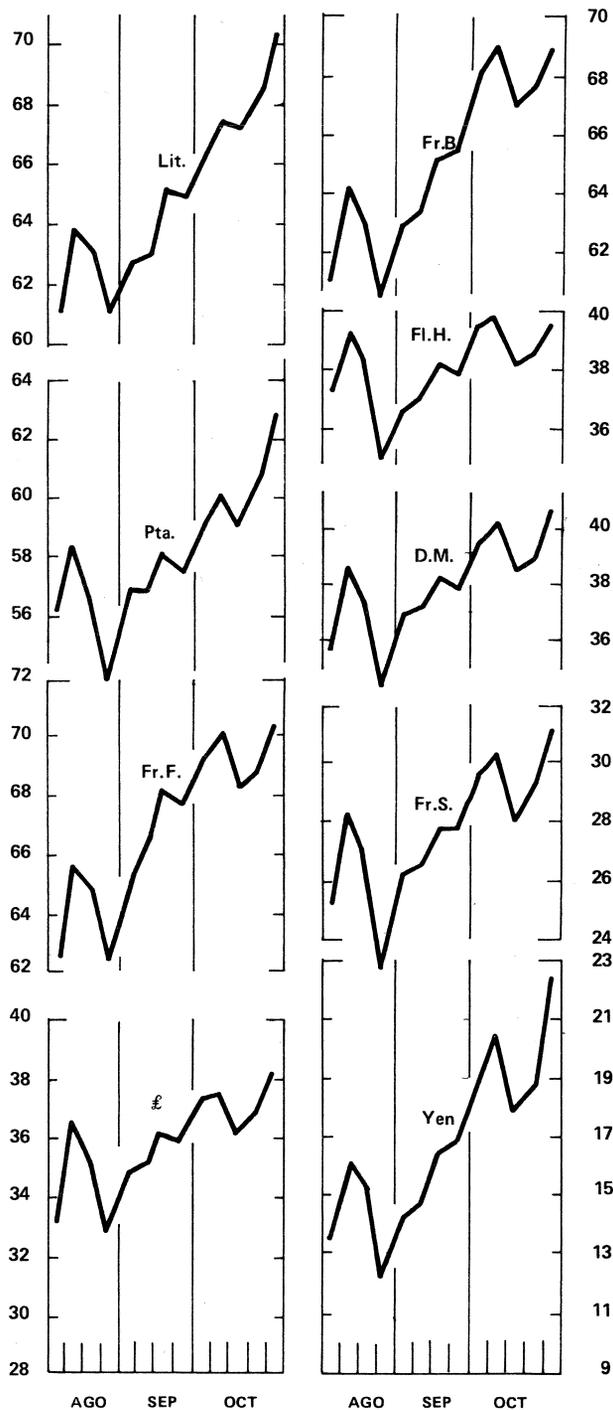
	Cotización frente al dólar USA		
	Unidades nacionales por dólar USA	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 11-15 OCT 1982	Respecto última semana 1981
Yen japonés	269,95	-1,38	-18,11
Franco suizo	2,23	-3,73	-18,81
Libra esterlina (b)	1,66	-3,14	-12,63
Marco alemán	2,59	-2,87	-13,27
Franco belga	50,07	-2,72	-23,32
Florín holandés	2,81	-2,52	-11,18
Franco francés	7,30	-2,66	-21,36
Lira italiana	1.475,31	-3,10	-18,04
Peseta	119,41	-4,57	-18,26

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

(b) En dólares USA por unidad nacional.

1. Cotización al contado del dólar (D)

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



corona sueca. No obstante, el franco francés volvió a estar sometido a presiones vendedoras, al publicarse el alto déficit comercial de septiembre. Ello obligó a fuertes intervenciones del Banco de Francia, que supusieron unas pérdidas de divisas superiores a mil millones de francos. El anuncio de que se habían superado las dificultades para la formación del crédito internacional sindicado solicitado por el gobierno galo (1) aliviaron las presiones sobre esta divisa. Ello no impidió, sin embargo, que las autoridades acordaran tomar ciertas medidas de tipo administrativo tendentes a restringir las importaciones, y otras de estímulo fiscal y financiero a las exportaciones. Del mismo modo, y aunque la lira italiana se mantuvo dentro de los márgenes de fluctuación del SME, la fuerte depreciación frente al dólar obligó a las autoridades de este país a subir los tipos de interés y a establecer, para el sistema bancario, un depósito previo del 70 % de los ingresos aplazados por exportaciones.

La cotización del oro se vio sensiblemente afectada por la interrupción del descenso de los tipos de interés y por la fuerte cotización del dólar. Después de alcanzar el máximo del período (441 dólares la onza) en los primeros días, el precio del metal fue descendiendo hasta llegar a una cota ligeramente inferior a los 400 dólares la onza.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

Entre las semanas correspondientes al 15 de octubre y 12 de noviembre, el tipo de cambio al contado de la peseta registró una depreciación de cierta importancia frente a las principales monedas. Especialmente intensa fue la baja sufrida respecto al dólar USA, cercana al 4,6 %, como consecuencia de la fortaleza mostrada por esta divisa frente a todas las monedas. Sin embargo, a diferencia de los dos meses precedentes, en los que mantuvo una cierta estabilidad respecto al resto de las monedas, en el período considerado, la peseta se depreció —aunque en menor cuantía que frente al dólar— en relación a todas las monedas europeas. Así, en dicho período, la cotización de la peseta se redujo en más del 1,9 % frente al franco belga y al franco francés, en un 1,8 % frente al marco alemán y en cerca de un 2 % respecto al florín holandés, mientras que, frente al yen japonés, la depreciación fue del 3,3 %. Fruto de estas variaciones fue el descenso del índice de posición efectiva respecto a las tres agrupaciones de países, que, tal como se recoge en el cuadro

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

Semana del 8 al 12 de noviembre de 1982

	Semana 11-15 OCT 1982	Ultima semana 1981	Semana 12 - 15 JUL 1977 (b)
Dólar USA	-4,57	-18,26	-27,30
Yen japonés	-3,26	- 0,20	-25,83
Franco suizo	-0,88	0,67	-32,98
Marco alemán	-1,75	- 6,84	-17,74
Franco belga	-1,90	6,59	2,28
Florín holandés	-2,10	- 7,98	-16,53
Franco francés	-1,97	3,93	9,14
Libra esterlina	-1,48	- 6,44	-24,54
Lira italiana	-0,93	0,32	22,25
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- mundo	-3,21	-10,17	-17,31
- países desarrollados	-2,47	- 5,56	-11,47
- CEE	-1,71	- 2,34	- 6,20

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

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

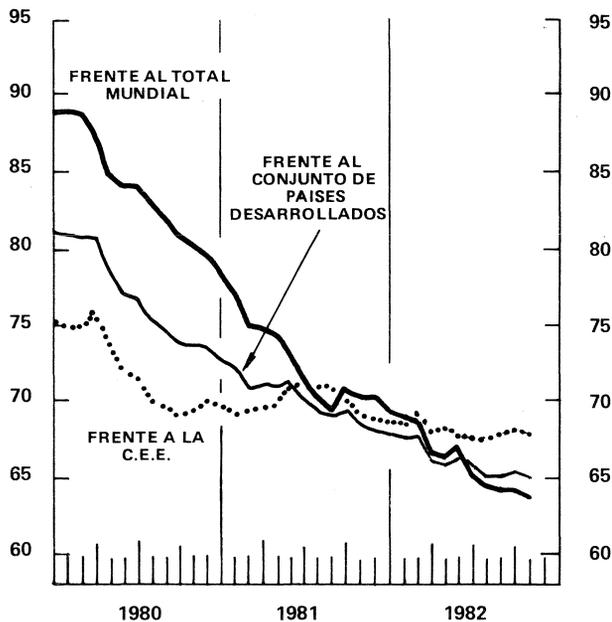
número 2, se situó entre el 3,2 % frente al mundo y el 1,7 % frente al Mercado Común. En el tiempo transcurrido desde principios de año, la depreciación del valor medio efectivo de la peseta se ha situado en el 10,2 % frente al mundo, el 5,6 % frente a los países desarrollados y el 2,3 % respecto a la CEE.

Parecen persistir, por tanto, los factores que en tiempos recientes han propiciado una tendencia a la baja de la peseta, y que se centran, como puede verse en los sucesivos informes de los Boletines Económicos, en la debilidad de los ingresos netos de balanzas de pagos por cuenta de capital. A ello habría que añadir, además, una acentuación de la presión vendedora derivada de las expectativas suscitadas en el mercado por un conjunto de factores diversos, que abarcan desde los de orden político hasta el reflejo de las tensiones del SME.

En cualquier caso, estas presiones estuvieron, en parte, reflejadas en el comportamiento del tipo de cambio a plazo de la peseta. En el período de referencia, el tipo de cambio de la peseta frente al dólar a uno, tres y seis meses registró una depreciación superior a la del tipo al contado, y ello se tradujo en un sensible aumento del descuento de la peseta a dicho plazo, que, en términos anuales, pasó del 9,2 % al 7,6 %, del 6,5 % al 12,9 % y del 10,1 % al 8,7 %, respectivamente. Obsérvese, además, que persistió la inversión de la estructura de los descuentos, de tal forma que en los plazos más cortos continuaron siendo mayores que en los más largos. Estos movimientos se corresponden con la variación de los diferenciales de interés descubiertos,

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

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



octubre, de las reservas de divisas se sitúa en 2.853,0 millones de dólares.

20-XI-1982.

pues en el mismo período éstos aumentaron considerablemente (el diferencial descubierto a un mes frente al dólar registró un aumento del orden de 3 puntos porcentuales, y el de tres meses, de unos 2 puntos porcentuales). Por ello, en el período considerado, no se registraron cambios significativos en los diferenciales cubiertos de la peseta, que continuaron en zonas ligeramente negativas, tanto frente al dólar como frente al resto de las monedas, si bien, en la segunda quincena de octubre, dichos diferenciales alcanzaron unas cotas sensiblemente superiores (en un punto porcentual, aproximadamente) a las del resto del período.

En la segunda quincena de octubre, la autoridad monetaria tuvo una intervención en el mercado de divisas, de signo claramente vendedor: en los primeros días de noviembre, se observó una intervención a ambos lados del mercado, aunque también con un signo neto claramente vendedor. En el conjunto del mes de octubre, las reservas oficiales de oro y divisas se redujeron en 1.115,4 millones de dólares, situándose su saldo a 31 de octubre en 11.797,6 millones de dólares. Por lo tanto, en los diez primeros meses del año, se produjo una disminución de reservas de 3.539,5 millones. A esta cifra hay que restarle, sin embargo, 686,5 millones como resultado de las sucesivas revalorizaciones de las reservas de oro que se han practicado a lo largo del año (1). Una vez deducida esta cifra, la caída, entre enero y

(1) Para los criterios vigentes de valoración de las reservas de oro, véase *Boletín Económico* de enero de 1982.

Evolución monetaria

El crecimiento de las disponibilidades líquidas discursió, en el mes de octubre, dentro de la banda de objetivos previstos para el conjunto del año, aunque muy próximo al límite superior establecido.

El fuerte aumento de la demanda de efectivo en manos del público, alentado por el proceso electoral, contribuyó a sostener un ritmo elevado de expansión de las magnitudes monetarias. Los depósitos del sistema experimentaron, por el contrario, una desaceleración importante, registrando ritmos moderados en su conjunto. A ello contribuyó la fuerte suscripción de deuda del Estado por los particulares, ante el notable atractivo que suponía la rentabilidad con que fue puesta en oferta.

El avance del crédito al sector privado ha sido el principal determinante del crecimiento de la cantidad de dinero. El sector público mostró un comportamiento moderado, por debajo de la tendencia exhibida durante el año, en tanto que los activos frente al exterior registraron un sustancial deterioro.

El comportamiento seguido por los sectores exterior y público, unido a la mayor presión de la demanda de efectivo, hizo que las necesidades de detraer liquidez del sistema fuesen prácticamente nulas. Por consiguiente, la instrumentación de la política monetaria descansó básicamente en la subasta de préstamos de regulación, y no en la emisión de certificados, como venía siendo habitual en meses anteriores.

La oferta de activos de caja por parte de la autoridad monetaria se mantuvo dentro de una tendencia de moderado crecimiento, acorde con los objetivos monetarios perseguidos. Aunque la evolución efectiva de los activos líquidos se situó por encima de la senda trazada, no fue suficiente para atender totalmente la demanda de liquidez de las instituciones bancarias. Como reflejo de esta situación, los activos excedentes descendieron a niveles considerados muy bajos respecto a los deseados por el sistema, y los tipos de interés experimentaron elevaciones importantes en todos los plazos.

Es difícil de prever la tendencia al crecimiento subyacente en el sistema, respecto a los meses que restan para finalizar el año. Por un lado, es de esperar que la evolución del sector exterior esté marcada por un signo restrictivo, como viene ocurriendo en estas fechas. Se prevé, por otro lado, que la demanda de fondos a bancos y cajas por parte del sector privado continuará presionando con cierta intensidad en los próximos meses. Y, finalmente, por lo que respecta al sector público, hay que destacar que la recaudación impositiva del tercer trimestre del año, el abono del segundo tramo

del impuesto sobre la renta de las personas físicas, las emisiones previstas de deuda pública y, probablemente, la recepción de financiación exterior son factores que impulsarán notablemente a la baja la apelación del Estado al sistema crediticio. Las necesidades financieras de las Administraciones Públicas suelen ser, sin embargo, particularmente intensas en el mes de diciembre, como consecuencia del elevado nivel de gasto público que tradicionalmente suele registrar dicho mes. Además, es muy posible que la atonía en la actividad de la Administración, que viene siendo característica desde que se anunció la convocatoria de elecciones, haya retrasado un volumen considerable de gasto público, pudiendo evolucionar éste con tasas de avance mucho más elevadas en la última parte del año.

Los agregados monetarios

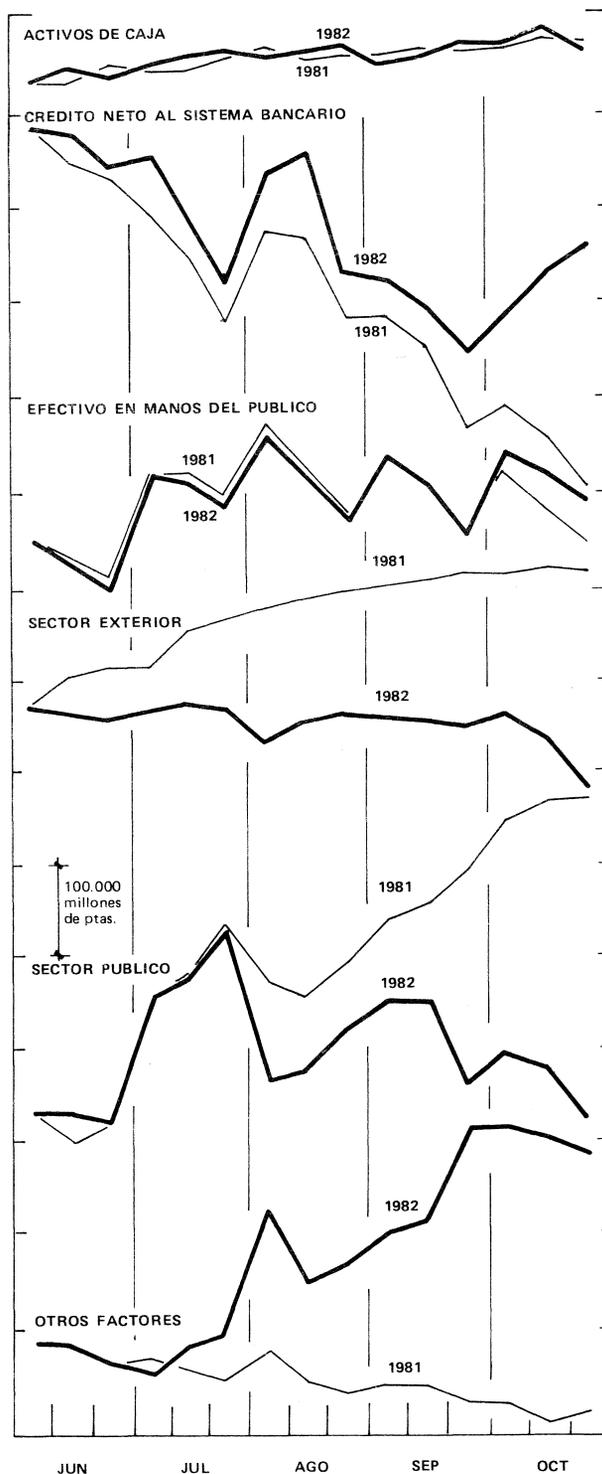
En el mes de octubre, el ritmo de expansión de las disponibilidades líquidas fue del 17 %, tanto en términos de T_1^1 como de T_3^3 . El avance de este agregado durante los diez meses transcurridos del año, expresado en tasa anual, resulta ser, asimismo, del 17 %.

La demanda de efectivo registró una brusca aceleración. Esta mayor preferencia del público por la liquidez, que, como ya se indicó en el anterior boletín, aparece como una reacción habitual en períodos electorales, ha resultado ser, en el mes de octubre, superior a la apuntada por las estimaciones iniciales.

La demanda de depósitos creció a un ritmo moderado, debido, en gran parte, a procesos de sustitución de activos en las carteras del público. Concretamente, la Deuda Pública a dos años que el Estado emitió en los primeros días de octubre, a un tipo de interés que se situaba de 1 a 3 puntos por encima del ofrecido como media por los depósitos a igual plazo, constituyó un fuerte atractivo para los particulares. El público suscribió 60 m.m. de la emisión total, que alcanzó 82 m.m.

En los dos últimos meses, el resto de activos líquidos en poder del público alternativos a los depósitos — bonos de caja, letras endosadas y pagarés del Tesoro — ha mostrado ritmos de avance muy similares al registrado por el conjunto de depósitos. Es preciso, sin embargo, añadir alguna matización a esta comparación. Por un lado, los depósitos a plazo continúan creciendo a tasas menores que las del conjunto de activos líquidos en manos del público. Este proceso es consecuencia, sin duda, de la ampliación de la diferencia de rentabilidades en favor de estos últimos. Y, por otro, se ha registrado un notable incremento de la demanda de depósitos a la vista y, sobre todo, de ahorro. Este fenómeno se

1. Activos de Caja (∅)



enmarca dentro de las reacciones características ante situaciones de incertidumbre como las actuales, en las que se manifiesta un mayor deseo del público de tomar posiciones más líquidas que las que en circunstancias normales desearía mantener.

Entre los factores que del lado de la oferta contribuyen a explicar el crecimiento de M_3 , el crédito interno al sector privado mantuvo, aun cuando ligeramente atenuada, la tónica expansiva de los últimos meses. Las estimaciones realizadas muestran que el crédito interno al sector público registró, en medias de saldos diarios, una desaceleración apreciable, incluso si se corrige el efecto del abono al Tesoro de los beneficios del Banco de España efectuado en la segunda mitad de septiembre.

Los activos frente al exterior experimentaron un notable deterioro a lo largo del mes de octubre, contribuyendo así restrictivamente al crecimiento de la cantidad de dinero. Las expectativas pesimistas de los agentes económicos respecto a la evolución futura del tipo de cambio han alentado adelantos en los pagos de las importaciones, retrasos en los cobros de las exportaciones, sustitución de financiación exterior por interior e incremento de colocaciones en el exterior, que han inducido una sustancial pérdida de reservas y han contribuido a deteriorar el tipo de cambio de la peseta respecto al resto de las monedas, en general.

Analizando el avance de los componentes de M_3 , destaca el incremento del efectivo en manos del público, que creció a una tasa intermensual del 49,7 %, impulsado por la fuerte elevación de la demanda de liquidez. La expansión de los depósitos del sistema fue del 14,3 % en términos de T_1 . Los correspondientes a la banca crecieron a una tasa menor (12 %), en tanto que los de las cajas lo hicieron al 19 %. A pesar de las desiguales tasas de crecimiento intermensual que vienen mostrando bancos y cajas, el crecimiento medio, a lo largo de los diez meses transcurridos del año, resulta muy similar para ambos tipos de instituciones (17,3 % para la banca y 17,7 % para las cajas).

Esta similitud en las tasas de expansión a lo largo del año actual contrasta con la evolución registrada en el período febrero-diciembre del año anterior, en el que la diferencia en los ritmos de avance de los depósitos de bancos y cajas fue de cerca de 3 puntos porcentuales en favor de estas últimas.

Los activos de caja y los mercados monetarios

El crecimiento de los activos de caja, a lo largo del mes de octubre, se situó ligeramente por encima de la senda trazada por la autoridad monetaria para el conjunto del período. A pesar de ello, no fue atendida la totalidad de la demanda de fondos realizada por el sistema bancario, produciéndose un descenso de los activos líquidos excedentes y unas elevaciones generalizadas de los tipos de interés en los mercados monetarios.

Dentro de esta evolución global, cabe distinguir dos períodos diferentes, que se corresponden, aproximadamente, con las dos mitades del mes.

La tendencia hacia la aceleración del crecimiento de la cantidad de dinero, que caracterizó la última parte del mes de septiembre, se prolongó a lo largo de la primera decena de octubre. El crecimiento sostenido del crédito al sector privado y el comportamiento expansivo del sector público durante este período fueron los principales factores que contribuyeron a mantener altas las tasas de crecimiento de los agregados monetarios. Como consecuencia de ello, la demanda de liquidez por parte de las instituciones bancarias continuó presionando insistentemente. La autoridad monetaria permitió un crecimiento de los activos de caja muy por encima del programado inicialmente, que, sin embargo, no fue suficiente para atender la totalidad de la demanda. Se registró, por tanto, una caída de los exce-

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

	AGO 1982	SEP 1982	OCT 1982
Activos de caja	7,3	- 4,8	11,4
CONTRAPARTIDAS:			
Efectivo (a)	- 5,2	22,9	-18,3
Otros factores	- 12,5	94,5	- 9,8
Sector exterior	- 13,1	2,3	-27,7
Sector público	-103,2	31,4	-39,6
Otros	103,8	60,8	57,5
Crédito neto al sistema bancario	25,1	-122,2	39,5
Créditos al sistema bancario	93,4	- 60,3	75,9
Certificados de regulación monetaria (a)	- 51,5	- 45,7	-33,9
Depósitos obligatorios (a)	- 10,2	- 1,9	- 2,4
Otros disponibles (a)	- 7,1	- 14,3	- 0,1

(a) Aumento: (-).

denes, que fue más acusada en las cajas que en la banca, y una sustancial elevación de tipos en los mercados monetarios. El tipo día a día experimentó una subida de casi 4 puntos porcentuales, en términos de la media de la primera decena respecto a la tercera de septiembre, en tanto que el tipo a un mes se elevó en 1,5 puntos.

Al final de la segunda decena, coincidiendo con el abono al Tesoro de la deuda pública emitida en los primeros días del mes, los mercados recobraron una cierta tranquilidad, iniciando los tipos de interés un ligero descenso. Los activos de caja crecieron durante la segunda decena del mes, al ritmo previsto por la autoridad monetaria. Este objetivo se consiguió, no obstante, con unos excedentes medios del 0,044 %.

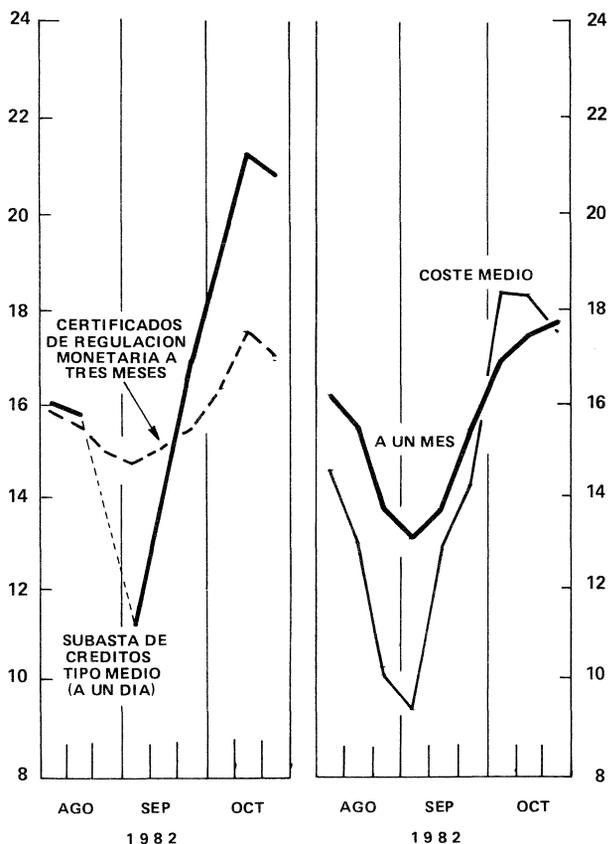
2. Excedente de caja legal (∅)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
1982			
JUN	0,061	0,054	0,072
JUL	0,075	0,079	0,069
AGO	0,071	0,077	0,061
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
OCT	0,047	0,046	0,048
1. ^a dec.	0,049	0,051	0,046
2. ^a dec.	0,044	0,043	0,046
3. ^a dec.	0,046	0,043	0,051

En el transcurso del último tercio del mes de octubre, el mercado evolucionó con una relativa calma hasta los últimos días del mes, en que comenzaron a detectarse, de nuevo, tensiones adicionales. El último día de cumplimiento del coeficiente legal de caja, el tipo día a día se situó en el 23,2 %, y en el 18,5 % el correspondiente al plazo de un mes. Durante este período, la menor presión de la demanda de fondos permitió una ligera recuperación de excedentes en favor de las cajas, mientras que la banca mantuvo el mismo nivel de activos excedentes de la decena precedente.

Cabe destacar que, en el transcurso del mes de octubre, la instrumentación de la política de control se llevó a cabo mediante la subasta de préstamos, y no con la emisión de certificados. El comportamiento fuertemente restrictivo del sector exterior y el muy moderado del sector público —ver gráfico 1— han desalentado apreciablemente la creación autónoma de activos líquidos, permitiendo ejercer el control monetario mediante el suministro gradual de liquidez.

2. Tipos de interés (∅)



El cuadro 1 muestra la evolución de los activos líquidos computables en el coeficiente legal de caja y de las contrapartidas que la explican. En el mes de octubre, el comportamiento restrictivo del sector exterior redujo los activos del Banco de España frente a no residentes en 28 m.m. El efectivo en manos del público experimentó un aumento de 18 m.m. Los recursos financieros puestos a disposición del sector público por el Banco emisor disminuyeron en 40 m.m., como consecuencia de la notable financiación que —vía deuda pública— le fue facilitada por el público y por las instituciones bancarias. El conjunto de «otros factores» aumentó en 58 m.m., y el crédito al sistema bancario registró un incremento neto de 40 m.m., como resultado, básicamente, de la concesión de préstamos de regulación.

Como consecuencia de la articulación de las anteriores partidas, los activos líquidos del sistema bancario aumentaron su saldo medio mensual en 11,4 m.m. Esta magnitud, una vez corregida y depurada de efectos de estacionalidad, arroja una tasa de variación intermensual del 13,9 %.

3. Tipos de mercado monetario (Ø)

	Interbancarios (a)				Banco de España			
	Día a día		Plazo		Subasta a un día		Certificados de regulación monetaria	
	Al día siguiente (b)	Coste medio (c)	Un mes	Tres meses	Marginal	Medio	Menos de un mes	Tres meses
1982								
MAY	17,77	15,70	15,62	15,93	17,39	17,71	—	16,09
JUN	22,18	19,50	17,58	17,57	20,79	22,09	—	16,57
JUL	17,08	15,09	17,11	16,93	17,78	18,52	12,93	16,49
AGO	13,92	12,49	15,03	15,87	15,43	15,89	5,05	15,53
1. ^a dec.	16,01	14,52	16,10	16,57	15,50	15,98	—	15,99
2. ^a dec.	15,33	12,99	15,40	15,99	15,34	15,77	—	15,60
3. ^a dec.	10,86	10,13	13,70	15,14	—	—	5,05	15,01
SEP	13,79	12,12	14,01	15,15	13,03	13,33	—	15,15
1. ^a dec.	11,03	9,42	13,03	14,44	10,92	11,30	—	14,81
2. ^a dec.	14,20	12,91	13,75	15,11	13,88	14,09	—	15,07
3. ^a dec.	16,15	14,19	15,40	15,80	16,44	16,95	—	15,58
OCT	20,43	17,96	17,32	17,00	19,98	20,47	—	16,79
1. ^a dec.	19,84	18,27	16,84	16,38	18,79	19,10	—	16,27
2. ^a dec.	20,65	17,73	17,38	16,94	20,56	21,26	—	17,15
3. ^a dec.	20,71	16,91	17,68	17,52	20,34	20,76	—	16,95
NOV								
1. ^a dec.	23,32	21,29	18,44	17,98	21,16	22,77	—	17,28

(a) Comprende operaciones de depósitos y de dobles.

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

(c) 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.

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

Las cifras definitivas del mes de septiembre han puesto de manifiesto que la tasa de avance del crédito interno, en su componente de financiación al sector privado, resultó ser, finalmente, superior a la que las estimaciones realizadas el mes anterior parecían apuntar. Los pasivos monetarios del sistema arrojaron tasas de avance muy próximas a las estimadas. Fue, por tanto, el mayor deterioro de los activos del sistema crediticio frente al exterior el factor que determinó la mayor capacidad del sistema para atender la financiación de los sectores internos de la economía.

El mes de octubre continuó dentro de la misma tónica de los meses precedentes. El crecimiento de las disponibilidades líquidas, según cifras de fin de mes, situó la tasa de la media móvil trimestral en el 15,1 %. La acentuación de la contribución restrictiva del sector exterior ha permitido un ritmo de avance del crédito interno financiado con recursos monetarios muy próximos al 18 %, en términos de la misma tasa (véase gráfico 3).

Los recursos financieros puestos por el sistema crediticio a disposición del sector público experimentaron una notable aceleración durante la primera decena del mes de octubre, registrando ritmos de avance más acordes con los de los cinco primeros meses del año. A partir de la segunda decena, la suscripción de deuda pública a dos años por parte del público disminuyó notablemente la apelación de las Administraciones públicas al sistema crediticio. La evolución global para el conjunto del mes mostró, en términos desestacionalizados, un comportamiento ligeramente expansivo de este componente del crédito interno, pero notablemente inferior a la tendencia exhibida durante el año en curso.

Resulta difícil establecer una previsión ajustada sobre la trayectoria que en los meses que restan para finalizar el año seguirá el sector público. De una parte, la recaudación impositiva del tercer trimestre del año, abonada al Tesoro en los primeros días del mes de noviembre, ha supuesto una notable reducción del déficit de caja del Estado. De otra, la emisión de 40 m.m. de deuda pública durante noviembre y diciembre, la recaudación del segundo tramo de la cuota diferencial del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y la

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	17,5	15,8	3,2	12,6
SEP (p)	17,9	11,8	-0,7	12,5

(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.

recepción probable de un préstamo exterior antes de finalizar el año contribuirán a reducir aún más la apelación del Estado al sistema crediticio.

Es necesario tener en cuenta, no obstante, que diciembre es tradicionalmente un mes de elevado gasto, y, sobre todo, que la paralización que viene sufriendo

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	12.631,9	8.868,8	2.544,9	1.213,1
OCT (p)	12.779,9	8.967,4	2.571,0	1.235,9
	T_1^3	T_{12}^1 (sin centrar)	T_1^3	T_1^3
1982				
ABR	17,4	16,9	15,8	24,0
MAY	17,3	17,0	13,8	31,6
JUN	14,7	17,4	11,4	25,4
JUL	14,7	16,9	11,4	24,2
AGO	15,4	16,9	13,9	16,4
SEP (p)	15,7	17,1	13,4	19,1
OCT (p)	(15,0)	16,9	(14,2)	(13,0)

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

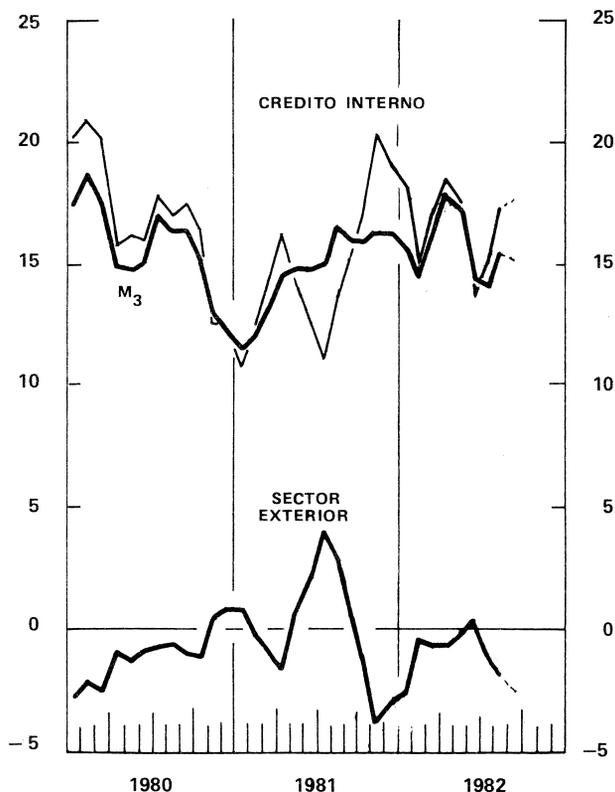
desde el verano la Administración Pública tiene, en gran medida, un carácter transitorio. En consecuencia, las necesidades financieras del Estado podrían verse impulsadas fuertemente al alza antes de finalizar el presente ejercicio, con la consiguiente repercusión sobre las magnitudes monetarias.

Las estimaciones realizadas para el mes de octubre sobre la financiación otorgada al sector privado muestran una tasa de avance similar a la del mes anterior, en términos de T_1^3 (véase cuadro 4).

El crédito al sector privado, cuyo detalle recoge el cuadro 5, muestra un sostenimiento de los ritmos de avance en torno a los niveles registrados en meses anteriores. La tasa de crecimiento sobre doce meses antes, situada persistentemente en torno al 17 %, y su

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

$T_{1(a)}^3$ (*)



(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.

comparación con los objetivos perseguidos en cuanto a ritmos de avance de las magnitudes monetarias dan una idea de la importancia de este factor en la contribución al crecimiento de la cantidad de dinero del sistema.

Los indicadores disponibles sobre demanda de crédito muestran, en octubre, una cierta intensificación respecto al mes anterior. La oferta ha atendido sin tensiones la demanda cursada. La tendencia latente apunta, sin embargo, a una reducción de la disponibilidad de fondos en el mercado interior y a un aumento del grado de racionamiento crediticio, que obstaculizará la sustitución de financiación y la toma de posiciones en activos frente al exterior.

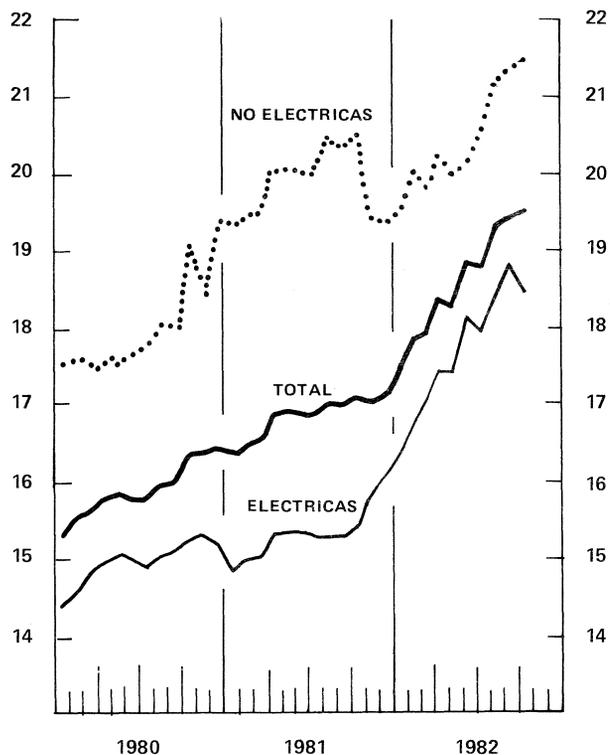
El mercado de valores

El mercado de valores ha registrado, en septiembre, una gran actividad en varios sentidos, no siempre reflejada en las cifras que sobre el mismo acompañan a este comentario.

Para comenzar, ha habido un elevado volumen de operaciones en el mercado primario, centrado principalmente en los mercados de deuda pública y de obligaciones de empresas. Estas últimas, en efecto, han alcanzado 54,3 m.m. en términos brutos, de las que 46,5 m.m. corresponden a empresas privadas —emisiones de eléctricas y Telefónica, salvo 200 millones—, y el resto al INI. Estas cifras son de emisiones puestas en oferta, pero las colocaciones registradas en el mes han sido considerablemente inferiores, al haberse reducido en la práctica a las cantidades absorbidas por las cajas de ahorro, debido a necesidades de cobertura de su coeficiente de fondos públicos. Como consecuencia, al finalizar el mes, había pendiente de colocación un volumen de obligaciones computables que ascendía a 36 m.m., de los que casi 5 m.m. corresponderían a emisiones puestas en oferta en los años 1980 y 1981.

Por lo que respecta al mercado de deuda pública, el mes de septiembre registró una actividad que no tiene fiel reflejo en el cuadro 6. Por razón de atribución estadística de las emisiones al momento en que necesariamente se ha de haber efectuado el desembolso de las mismas, y por suponer que tal momento coincide con el cierre del período de suscripción, el cuadro citado no recoge, en absoluto, la incidencia que tuvo en el mercado la apertura del período de suscripción de la emisión de bonos del Estado al 16 %. Este se extendió desde el 20 de septiembre al 9 de octubre, razón por la cual los 81,6 m.m. suscritos de tales bonos se atribuyen en su totalidad al mes de octubre, aunque, dada la avidez con la que el mercado absorbió la emisión —re-

4. Rendimiento interno de obligaciones



cuérdese que de 20 m.m. ampliables se pasó, finalmente, a la cifra citada más arriba—, debió incidir fuertemente ya en el mes de septiembre. Esta emisión puede dar pie a amplias reflexiones sobre la política de deuda pública, así como sobre su coste y sus métodos de colocación, pero aquí únicamente se llama la atención sobre los dos puntos siguientes: por una vez, ha sido posible conocer con exactitud el tipo de interés de una emisión del Estado, ya que la inexistencia de desgravación fiscal no diferencia el rendimiento según la condición fiscal del adquirente. Al mismo tiempo, dada la enorme diferencia entre la emisión propuesta y la demandada por el mercado, se puede afirmar que el tipo de interés era innecesariamente elevado, dadas las restantes características del empréstito.

Existe otro sentido en el que el mes de septiembre ha sido igualmente agitado en el mercado de capitales. Es éste la acentuación de las tendencias innovadoras que están registrándose en el mismo en los últimos tiempos, y que se traducen en aparición de nuevos instrumentos y mercados que permiten hacer frente con mayor flexibilidad a las consecuencias financieras de la crisis, o que elevan el grado de integración de los mercados financieros a distintos plazos. No es éste lugar adecuado para entrar en detalle sobre este tema, pero sí se hará un breve recordatorio, no exhaustivo, de las

novedades citadas. Entre éstas, se cuentan la aparición de mercados bursátiles de pagarés del Tesoro, tanto al vencimiento como de dobles; la instrumentación de mercados de dobles sobre certificados de depósitos bancarios; la preparación de mercados de pagarés de empresas; la vigorización de los recientemente aparecidos mercados de títulos hipotecarios; la proliferación de emisiones con cupón cero; la consolidación de los créditos y emisiones de interés variable; la expansión de los mercados de letras bursátil y, sobre todo, extra-bursátil, etc. Un conjunto, en fin, de nuevas formas de relación financiera, que constituyen el rasgo más prometedor de la evolución del sistema financiero español.

Los tipos de interés a largo registraron, en septiembre, una nueva elevación, si bien el ritmo de crecimiento cedió ligeramente, a juzgar por el rendimiento

6. Emisiones netas de valores a largo plazo

	ENE-SEP		SEP	
	1981	1982	1981	1982
Administraciones públicas	45,3	72,8	3,4	2,1
Estado (a)	20,0	29,3	-0,6	-0,6
Corporaciones locales (b)	25,3	43,5	4,0	2,7
Empresas	263,9	392,1	29,3	74,0
Renta fija	200,6	317,8	28,1	58,8
Renta variable	63,3	74,3	1,2	15,2
Sociedades financieras	62,8	120,5	-1,6	6,9
Acciones (c)	12,0	23,5	0,7	2,4
Bonos de caja (d)	43,6	94,0	-1,6	7,8
Entidades oficiales de crédito	7,2	13,0	-0,7	2,7
Sociedades no financieras	201,1	261,6	30,9	67,1
Acciones	51,3	50,8	0,5	12,8
Obligaciones de empresas privadas (b)	124,8	173,8	25,7	46,5
Obligaciones de empresas públicas	25,0	37,0	4,7	7,8
PRO MEMORIA:				
Cédulas para inversiones	95,8	76,9	5,8	8,7
Acciones sin aportación de fondos	37,6	27,4	0,8	7,0
Sociedades financieras	15,6	12,4	0,3	11,4
Sociedades no financieras	22,0	15,0	0,5	-4,4

(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).

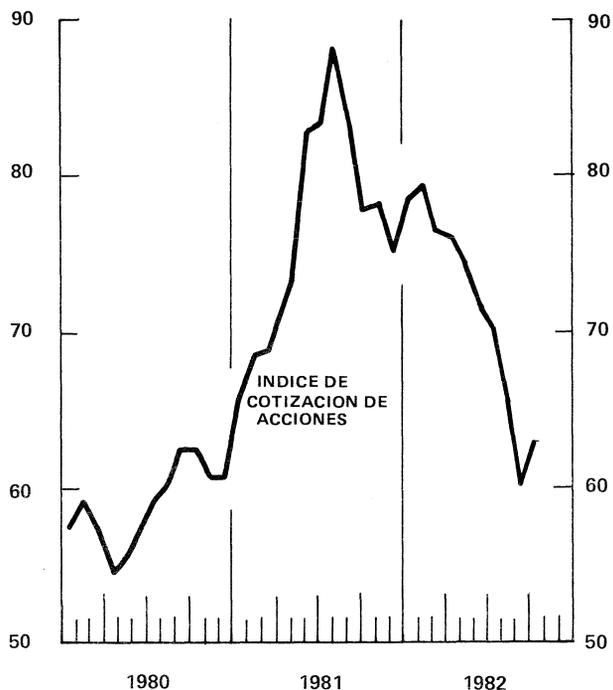
(b) Estas emisiones son brutas nominales a excepción de las del INI. Las obligaciones de empresas públicas incluyen las de Telefónica, Renfe, Metro y Feria de Muestras de Bilbao.

(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.

5. Cotización de acciones

Datos a fin de mes



interno de las obligaciones, que, ya en octubre, mostró la misma tendencia para el total de valores, como resultado de una caída para eléctricas y un debilitamiento adicional de la elevación del rendimiento de las no eléctricas. La evolución de los tipos a corto en octubre y primeros días de noviembre hace temer, sin embargo, que los tipos a medio y largo recobren una tendencia a alza.

El mercado bursátil de renta variable mostró cierta firmeza a lo largo del mes de octubre y primera mitad de noviembre, a juzgar por la evolución del índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid. Este, en efecto, refleja una subida del índice general del 4,3 % en octubre, y casi un 5 % en la primera decena de noviembre, para dar posteriormente síntomas de debilidad, con cesiones de consideración en eléctricas, que en el período anterior de alza habían ganado el 17 %. Es muy probable que las causas de la evolución citada tengan más que ver con la formación de expectativas políticas de los inversores, propias del período electoral pasado, que con las variables reales o monetarias de la economía, que, seguramente, han pesado en la quiebra de la tendencia recuperadora observada desde primeros de octubre a mediados de noviembre.

Actividad, empleo, precios

Durante los primeros meses de 1982, parecía que los países industriales estaban a punto de iniciar un proceso de recuperación de la actividad que se consolidaría en el próximo año y permitiría una estabilización de las tasas de paro en la segunda mitad de 1983. Pero, a mediados de año, se ha registrado una nueva oleada de pesimismo que ha llevado a una revisión a la baja de las previsiones para el próximo futuro, especialmente en las economías europeas. En Estados Unidos, la recuperación está siendo más tardía y va a ser más lenta que lo esperado; y, en Europa, los índices de producción industrial, las encuestas de opiniones empresariales y otros indicadores significativos han mostrado nuevos y acusados síntomas de debilidad desde la primavera. Las razones de esta inflexión no son claras ni simples. Sin duda, han influido de modo importante la atonía y las malas expectativas de las exportaciones hacia los países petroleros y hacia los países en vías de desarrollo, que hay que relacionar con la debilidad del mercado de crudos, de una parte, y con las presiones derivadas para el segundo grupo de países de las tensiones observadas en los mercados internacionales de capitales, de otra. Puesto que las exportaciones estaban actuando como el componente más dinámico de la demanda en numerosos países europeos, su pérdida de vigor ha aumentado la incertidumbre empresarial y ha actuado como factor de disuasión respecto de una próxima mejora de la inversión productiva. Paralelamente, el consumo privado se ha visto contenido por la evolución de los salarios reales y por los temores suscitados por el avance del desempleo. El hecho es que los países europeos de la OCDE registrarán un crecimiento real no superior al 0,5 % en 1982, que apenas alcanzarán una tasa del 1 % en 1983 –en el estado actual de las previ-

1. Indicadores de producción y actividad (*)

Tasas de crecimiento

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

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a ritmo anual.

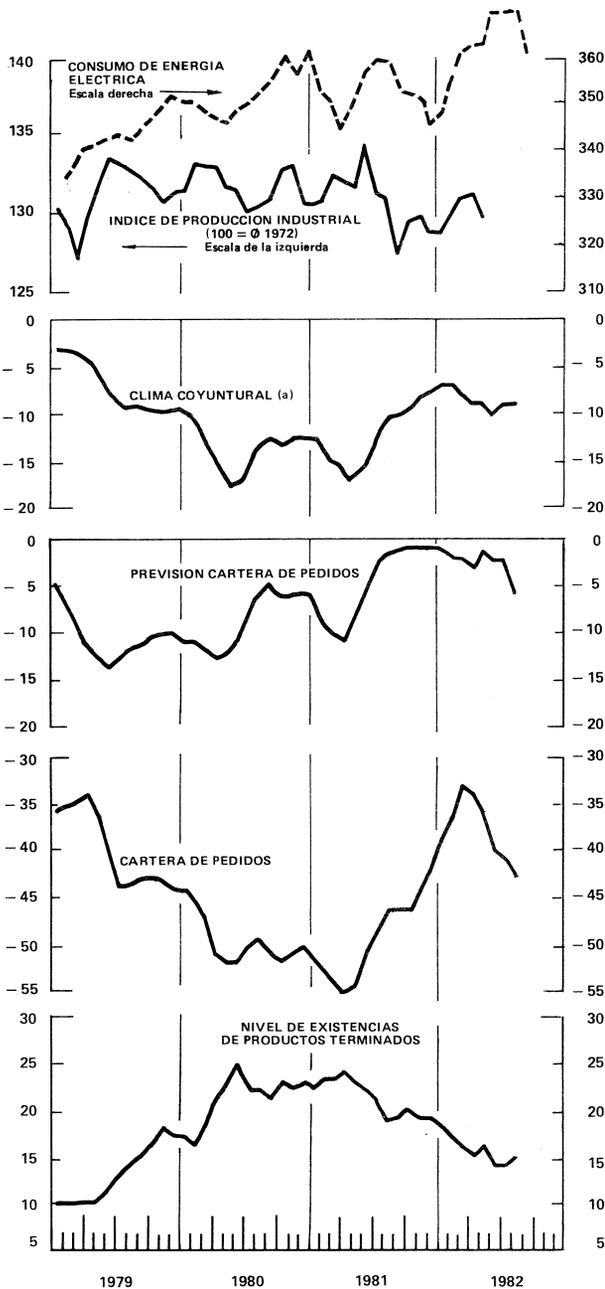
(b) Último mes disponible: junio.

(c) Último mes disponible: agosto.

(d) Último mes disponible: octubre.

FUENTE: INE, UNESA, OFICEMEN y CAMPSA.

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.

2. Producción industrial: componentes (*)

Tasas de crecimiento

	Indice 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	- 0,9 (b)	- 0,7 (b)	- 3,3 (b)	- 0,6 (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	5,0	- 1,2	57,2	- 9,9
II TR	- 5,4	13,6	-49,1	4,0

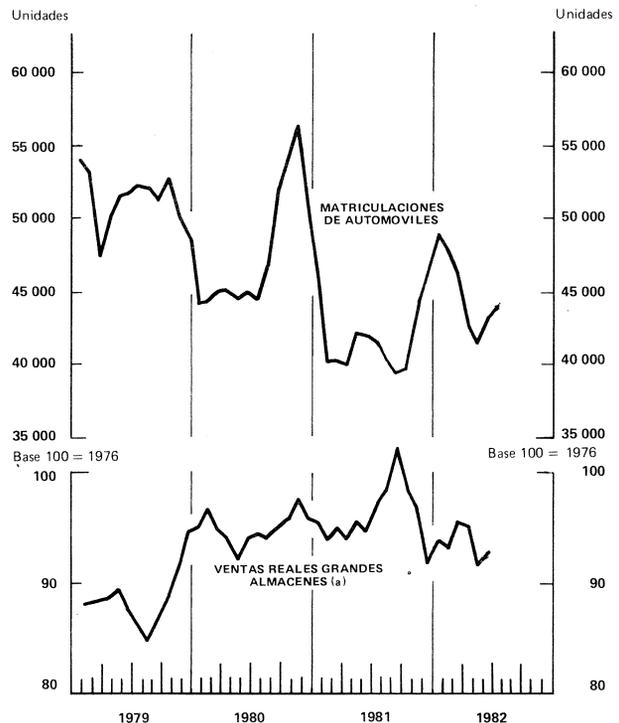
(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Ultimo mes disponible: junio.

FUENTE: INE.

Como ya se ha señalado en números anteriores de este Boletín, la economía española ha mostrado, una vez más, una notable sincronía en relación con los ritmos de actividad europeos, y, tras vivir una fase de moderada recuperación en los últimos meses de 1981 y en los primeros del actual, ha entrado, con el verano, en

2. Indicadores de consumo privado (*)
(Medias móviles)



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

siones— y que, en tales condiciones, el paro puede afectar a 18 millones de personas y al 11 % de la población activa europea en el próximo año.

3. Paro registrado (*)

Miles de personas

	Paro registrado						
	Total	Anteriormente empleados					Sin empleo anterior
		Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1981							
I TR	1.488	1.179	84	373	358	364	309
II TR	1.524	1.220	80	382	373	385	304
III TR	1.609	1.271	80	403	382	406	338
IV TR	1.747	1.366	91	445	407	423	381
1982							
I TR	1.771	1.365	75	466	388	436	406
II TR	1.809	1.396	69	468	396	464	413
III TR	1.883	1.440	78	483	397	482	443
IV TR (a)	1.959	1.488	97	501	406	485	471
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
SEP	1.883	1.440	78	483	397	482	443
OCT	1.959	1.488	97	501	406	485	471

(a) Octubre.

FUENTE: Ministerio de Trabajo.

4. 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)		14,0		14,7		4,8		14,5
	T_3^3	Acumulado en el año	T_3^3	Acumulado en el año	T_3^3	Acumulado en el año	T_3^3	Acumulado en el año
1982								
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
SEP	10,8	10,1	10,1	10,2	0,5	4,7	13,9	10,5

(a) Diciembre sobre diciembre.

(b) Septiembre sobre septiembre.

FUENTE: INE.

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

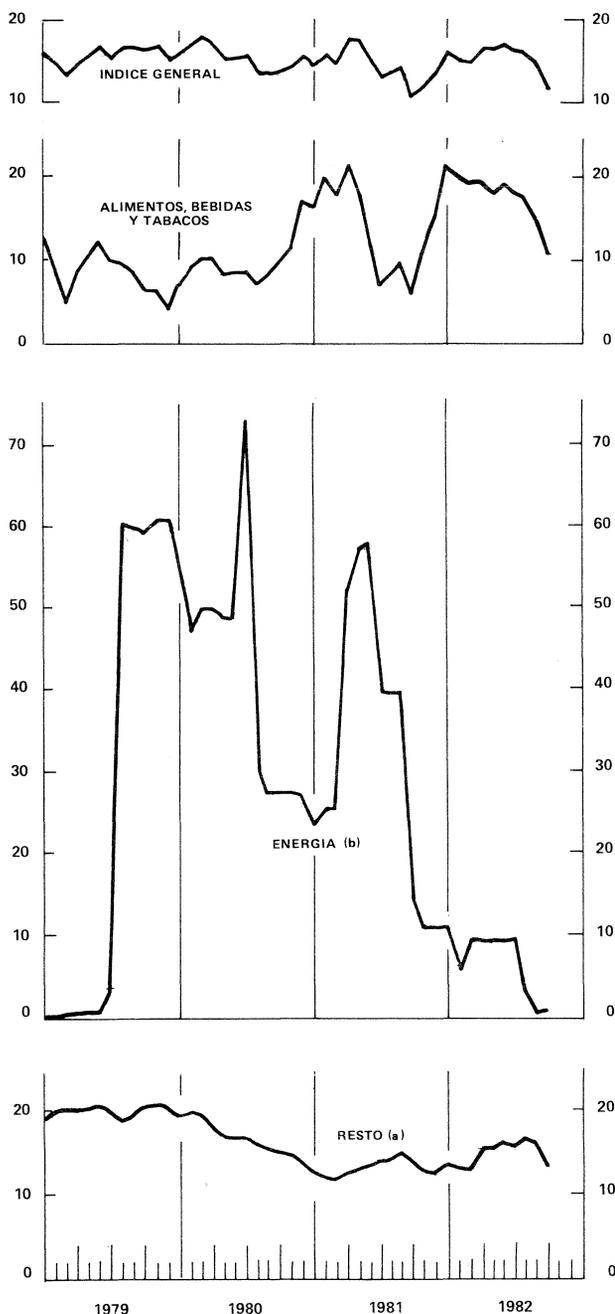
Tasas de crecimiento

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

FUENTE: INE y OCDE.

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.

un nuevo período de atonía. Aunque la información disponible presenta retrasos considerables y movimientos erráticos en las cifras mensuales, basta para

advertir un deterioro en el índice de producción industrial y en la evolución del consumo de energía eléctrica a partir del verano, confirmando la inflexión descendente observada, en la primavera, en las opiniones empresariales sobre la evolución y perspectivas de la cartera de pedidos y de la producción. En estas condiciones, es difícil que el ritmo de crecimiento real de la economía española supere el 1,5 % para el conjunto de 1982. La tasa de avance real en términos anuales habrá sido, con toda probabilidad, inferior a dicha cifra en la segunda parte del año.

En esa inflexión de la actividad, ha debido de desempeñar un papel importante —como en la generalidad de los países europeos— la adversa evolución del comercio mundial, que se ha reflejado en una pérdida de impulso de las exportaciones desde comienzos del verano. En cuanto a la demanda interior, el consumo privado se ha mantenido débil, aunque tal vez menos de lo que se temía, como lo indica la razonable evolución de la matriculación de automóviles en los meses del verano; la inversión en bienes de equipo ha perdido fuerza tras los primeros meses del año, especialmente en el sector de maquinaria, pues la inversión en material de transporte parece mostrar un mayor sostenimiento; la inversión en construcción tampoco acaba de arrancar, aunque su tónica sea más favorable que en el año anterior, pues, a pesar de la influencia positiva de la inversión pública en una parte del sector, las construcciones industriales continúan muy deprimidas, y, sobre todo, en el sector de vivienda siguen sin reaccionar las viviendas libres, en tanto que el impulso de las de protección oficial no es intenso.

La menor pulsación de la demanda y de la producción de bienes y servicios se ha reflejado, inevitablemente, en el mercado de trabajo. Aunque todavía no se dispone de la Encuesta de Población Activa correspondiente al tercer trimestre, las cifras de paro registrado hasta octubre parecen indicar que la desaceleración observada tanto en la reducción del empleo como en el avance del desempleo durante la primera parte del año ha dado paso, con el verano, a una nueva intensificación de ambos fenómenos.

Los últimos meses han traído una tónica de desaceleración al índice general de los precios al consumo, tras los fuertes impulsos alcistas registrados en la primera parte del año. Como consecuencia de esa desaceleración, cabe confiar en que el año se cierre con un avance de los precios al consumo del 14 %, inferior en medio punto porcentual al registrado en 1981, pero que implica una pérdida de ritmo inflacionista bastante menor que la registrada en la mayoría de los países industriales durante el año. Por otra parte, un examen de los componentes del índice revela que la desaceleración

reciente se centra, ante todo, en los precios alimenticios y, en segundo lugar, en los precios de los servicios, pero que los precios de los productos industriales no energéticos continúan mostrando tasas de crecimiento elevadas y muy resistentes al descenso. Esto apunta a la solidez del núcleo del proceso inflacionista español.

26-XI-1982.

Sector público

Ejecución presupuestaria del Estado en el período enero-septiembre

Tras la reducción observada en agosto en el déficit de las operaciones no financieras del conjunto integrado por el Estado y algunas comunidades autónomas (1), nuevamente en septiembre se ha registrado una disminución. El déficit estimado hasta este mes es de 573,6 m.m., inferior en 154,0 m.m. al observado hasta julio, e inferior incluso en 79,9 m.m. al estimado al concluir el primer semestre del año. Si la disminución de agosto pudo imputarse a la variación experimentada por las operaciones de Tesorería, la de septiembre se debe al cambio registrado en el saldo de las operaciones presupuestarias en sentido estricto: concretamente, lo acaecido se explica por el fuerte aumento de los ingresos no financieros, derivado de la contabilización por el Estado de los beneficios del Banco de España en el capítulo de ingresos patrimoniales. En la medida en que esta contabilización –equivalente a unos 144,0 m.m.– se ha realizado prematuramente con relación a los hábitos de años anteriores, el déficit en septiembre pierde significado en sí mismo, y sobre todo cuando se compara con el déficit del mismo período del año anterior, el cual se elevó a 528,2 m.m. Del déficit global de 573,6 m.m., 149,1 m.m. corresponden a las operaciones extrapresupuestarias y 424,5 m.m. al saldo presupuestario en sentido estricto, resultado este último de unos incrementos, hasta septiembre, de los ingresos no financieros del 29,7 % (21,7 % hasta agosto) y de los pagos realizados del mismo carácter del 28,3 % (27,0 % hasta agosto).

Como corresponde a la causa fundamental de la disminución del déficit en septiembre, el hecho, desde el punto de vista de su financiación, se ha reflejado principalmente en el recurso del Tesoro del Banco de España, cuya variación en los tres primeros trimestres del año se eleva a 688,6 m.m. (757,8 hasta agosto). Cabe reseñar, en este aspecto de la financiación, que las emisiones de deuda siguen estancadas en los 40,0 m.m. emitidos hasta junio, en tanto que los préstamos exteriores se han incrementado, en septiembre, en 19,3 m.m., hasta alcanzar la cifra de 94,5 m.m., habiendo aumentado también las amortizaciones de deuda y préstamos desde los 22,2 m.m., hasta agosto, a los 33,9 m.m. que se registran hasta septiembre (ver cuadro 1).

Como se ha puesto de manifiesto, en septiembre tuvo lugar una intensa aceleración de los ingresos públicos. No obstante, una vez que se comparan las cifras excluyendo el renglón de dividendos y participación de beneficios del Estado, el crecimiento de los ingresos no

(1) País Vasco, Navarra y Cataluña.

1. Estado. Ingresos y pagos realizados no financieros

m.m.

	ENE-SEP	
	1982	1981
Saldo de las operaciones no financieras (a)	- 573,6	- 528,2
Presupuesto	- 424,5	- 347,7
Ingresos no financieros (b)	2.035,6	1.570,0
Pagos no financieros (c)	-2.460,1	-1.917,7
Residuos ejercicios cerrados	- 47,3	- 60,4
Secciones adicionales	- 17,4	3,5
Corporaciones Locales	- 59,3	- 64,1
Operaciones de Tesorería (d)	- 25,2	- 59,5
Financiación	573,6	528,2
Banco de España	688,6	512,9
Emisiones brutas	40,0	30,5
Préstamos del exterior brutos	94,5	45,6
(-) Amortizaciones préstamos y deuda (e)	- 33,9	- 25,3
Otras formas de financiación (f)	- 215,6	- 35,5

- (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.

financieros hasta septiembre se reduce al 20,6 %, tasa equiparable al aumento del 21,7 % observado hasta agosto para el total de estos ingresos, persistiendo también los rasgos que han caracterizado a la evolución de los ingresos en últimos meses: ajuste de los ingresos totales a la recaudación prevista, pero mostrando los impuestos directos (y las tasas) una trayectoria más desfavorable que lo programado, y los impuestos indirectos unos resultados más favorables que lo previsto (ver cuadro 2).

Los impuestos directos crecieron hasta septiembre en un 11,3 % (13,6 % hasta agosto), descomponién-

dose dicho incremento en unos aumentos del 9,3 % de los ingresos que gravan la renta de las personas físicas y del 17,5 % de los que gravan la renta de sociedades, además de los aumentos del 8,3 % y del 39,1 % de los impuestos de sucesiones y de patrimonio, respectivamente. Tanto en el caso de los gravámenes sobre la renta de las personas físicas como en los de sociedades, se aprecia un fuerte contraste entre la evolución muy positiva de las retenciones por rentas de capital (38,5 %), que sólo en parte se explica por la elevación del tipo, y las retenciones por rentas de trabajo y cuotas diferenciales. Estas retenciones han crecido en un 9,5 %, pero se ha registrado una disminución del 19,2 % en la cuota diferencial de la renta de las personas físicas. La cuota diferencial del impuesto de sociedades ha crecido en un 6,0 %. Lo avanzado del año en la recaudación de los impuestos directos permite pronosticar que su evolución no cambiará sustancialmente en lo que queda del mismo, confirmándose, por tanto, la sobrevaloración de los ingresos por estos impuestos en el presupuesto de 1982. Hay que tener en cuenta, no obstante, que, en los meses finales del año, se pueden introducir modificaciones significativas, según la temporalidad con que se realicen las devoluciones de las declaraciones de renta con resultado negativo.

Los impuestos indirectos muestran un crecimiento del 28,4 % hasta septiembre (equivalente a la tasa registrada hasta agosto), con aumentos muy desiguales de los ingresos de las distintas figuras impositivas. Considerando estos impuestos sin deducir las desgravaciones fiscales a la exportación, que ascendieron, en los primeros nueve meses, a 154,8 m.m., con un crecimiento del 12,7 % sobre las de 1981, el incremento desciende hasta el 25,6 %, superior todavía en más de cinco puntos a la previsión según la comparación de la recaudación de 1981 con el presupuesto de 1982. Dado el dispar crecimiento de las exportaciones y la desgravación en lo que va de año, son más significativas las tasas de crecimiento que resultan de comparar la evolución de los impuestos indirectos sin excluir las deducciones por desgravación fiscal (ver pro memoria del cuadro 2). Se reducen entonces los contrastes entre el crecimiento de los distintos impuestos, aunque se mantienen diferencias acusadas, que pueden explicarse, en buena parte, por los cambios legislativos y por los aspectos de la evolución económica que dan lugar a hechos impositivos. Dentro de los impuestos indirectos, sobresale el crecimiento del 51,6 % del ITE. Con un nivel más moderado, pero todavía alto, se resalta también el 29,3 % de avance de los derechos de importación, mostrando el resto de los impuestos tasas más modestas: 17,6 % las transmisiones patrimoniales, 13,1 % las rentas de monopolios (todas imputables al del tabaco) y el 9,6 % de los impuestos sobre el

2. Estado. Ingresos presupuestarios

	m.m. y %		Tasa de crecimiento 1982/81
	ENE-SEP		
	1982	1981	
Total ingresos realizados (a)	2.172,2	1.651,1	31,6
Ingresos no financieros	2.035,6	1.570,0	29,7
Impuestos	1.727,9	1.453,8	18,9
Directos	902,9	811,1	11,3
Sobre la renta de las personas físicas (b)	679,0	621,4	9,3
Retenciones sobre rentas trabajo personal	536,1	489,5	9,5
Retenciones sobre rentas del capital	80,0	57,8	38,5
Cuota diferencial	51,3	63,4	-19,2
Otros	11,6	10,7	8,4
Sobre la renta de sociedades (c)	192,2	163,6	17,5
Retenciones sobre rentas del capital	80,0	57,8	38,5
Impuesto sobre sociedades	112,1	105,7	6,0
Otros	0,0	0,0	39,1
Sobre sucesiones	14,2	13,1	8,3
Sobre patrimonio	17,6	13,0	35,6
Indirectos	825,0	642,7	28,4
Lujo y especiales	298,6	271,7	9,9
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	108,7	92,4	17,6
Tráfico de empresas	214,3	128,3	67,0
Aduanas	180,8	130,2	38,8
Monopolios	22,6	20,0	13,1
Tasas	103,4	92,4	12,0
Otros ingresos no financieros	204,2	23,8	-
Ingresos financieros (d)	136,6	81,1	68,5
PRO MEMORIA:			
Ingresos presupuestarios sin excluir pagos por desgravación fiscal a la exportación			
Total ingresos realizados	2.327,0	1.788,4	30,1
Ingresos no financieros	2.190,4	1.707,3	28,3
Impuestos	1.882,7	1.591,1	18,3
Indirectos	979,8	780,0	25,6
Lujo y especiales	320,6	292,4	9,6
Tráfico de empresas	290,8	191,8	51,6
Aduanas	237,1	183,4	29,3

- (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 IRTTP, 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.

consumo (afectados por el nulo crecimiento de los gravámenes por consumo de petróleo y sus derivados, y

por la caída de las adquisiciones por lujo, principalmente del automóvil).

En el resto de los ingresos no financieros, aparte de lo ya expresado en cuanto a los ingresos patrimoniales, merece resaltarse el bajo crecimiento de las tasas (12 %), cuando las previsiones apuntaban a un incremento próximo al 40 %.

Por lo que respecta a los pagos no financieros, el incremento de los pagos realizados hasta septiembre (28,3 %) representa una ligera aceleración con respecto al crecimiento hasta agosto (27,0 %), hecho que también se refleja en los pagos ordenados, con crecimientos hasta esos meses del 27,9 % y 26,5 %, respectivamente. Teniendo en cuenta que los créditos presupuestarios totales no financieros se han incrementado hasta septiembre en un 25,3 %, cabe hablar de una ejecución presupuestaria global algo más rápida en 1982 que en 1981. No obstante, y sin perjuicio de recordar que las distintas partidas del gasto tienen ritmos de ejecución normalmente diferentes, es de señalar que los gastos de inversión están mostrando un ritmo de ejecución más lento que el de 1981 (particularmente los gastos de inversiones directas), hecho que ocurre también con los gastos corrientes que integran el consumo público, por lo que la más rápida ejecución global, a la que se ha hecho referencia, se debe a la evolución de los pagos por intereses y transferencias corrientes. El ritmo de ejecución, por otra parte, así como los incrementos que muestran los pagos no financieros no pueden desligarse del hecho de que la redistribución interna de los gastos del Estado se ha visto modificada con el proceso de transmisión de competencias a las Comunidades Autónomas, creciendo los pagos de transferencias en detrimento de los otros gastos.

Los créditos presupuestados para gastos no financieros hasta septiembre son un 6,9 % más elevados que los créditos del presupuesto inicial, representando las ampliaciones durante el ejercicio 237,7 m.m., los cuales se han distribuido más favorablemente para los gastos de capital (128,5 m.m.) que para los gastos corrientes (109,2 m.m.), resultando que el 25,3 % de crecimiento de los créditos totales se desglosa en unos incrementos del 23,6 % para los gastos corrientes y del 31,3 % para los gastos de capital. De este modo, se ha alterado, en beneficio de estos últimos, la distribución de los créditos del presupuesto inicial para 1982, en el cual los incrementos de los gastos corrientes y de capital con respecto al presupuesto de 1981 eran equivalentes.

Hasta septiembre, los pagos ordenados no financieros, incluidos los debidos al presupuesto del año y los del período de ampliación, han crecido en un 27,9 %,

3. Estado. Pagos ordenados y realizados (a)

m.m. y %

	ENE - SEP						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	2.714,4	2.486,7	227,7	2.125,9	1.928,3	197,5	27,7	29,0	15,3
No financieros	2.672,1	2.452,8	219,3	2.088,9	1.902,5	186,4	27,9	28,9	17,6
Pagos corrientes	2.070,0	1.957,9	112,1	1.626,0	1.502,9	123,1	27,3	30,3	- 8,9
Remuneraciones del personal	790,3	757,5	32,8	757,0	714,4	42,5	4,4	6,0	-22,9
Activos	640,5	618,7	21,7	595,2	575,8	19,4	7,6	7,5	12,1
Clases pasivas	149,8	138,8	11,0	161,8	138,6	23,1	-7,4	0,1	-52,2
Compras de bienes y servicios	110,5	87,1	23,4	90,0	69,7	20,3	22,9	25,1	15,1
Intereses	68,2	51,0	17,2	19,1	4,4	14,7	256,8	-	16,9
Transferencias corrientes (b)	1.101,0	1.062,2	38,8	760,0	714,4	45,6	44,9	48,7	-14,9
Pagos de capital	602,1	494,9	107,2	462,9	399,5	63,3	30,1	23,9	69,2
Inversión real	201,5	139,9	61,6	158,3	117,6	40,7	27,3	19,0	51,2
Transferencias de capital (c)	400,6	355,0	45,6	304,5	281,9	22,6	31,5	25,9	101,7
Financieros	42,3	33,9	8,4	37,0	25,9	11,1	14,3	31,0	-24,4
Variación de activos financieros	8,3	8,1	0,2	11,6	11,3	0,3	-	-	-
Variación de pasivos financieros	33,9	25,7	8,2	25,3	14,6	10,8	-	-	-
Libramientos pendientes de pago (-)	212,0	267,5	-55,5	171,2	199,7	-28,5	-	-	-
TOTAL DE PAGOS REALIZADOS	2.502,3	2.219,2	283,2	1.954,7	1.728,7	226,0	28,0	28,4	25,3
No financieros (d)	2.460,1	2.185,3	274,8	1.917,7	1.702,8	214,9	28,3	28,3	27,9
Financieros (e)	42,3	33,9	8,4	37,0	25,9	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.

correspondiendo un incremento del 27,3 % a los gastos corrientes y uno del 30,1 % a los gastos de capital. Dentro de los primeros, las remuneraciones de personal muestran un crecimiento muy moderado, 4,4 % (7,6 % las del personal activo). Las compras de bienes y servicios avanzan en un 22,9 %, registrándose un crecimiento muy fuerte de los pagos por intereses y uno considerable (44,9 %) de las transferencias corrientes. El crecimiento de los pagos de capital se descompone en unos incrementos del 27,3 % en las inversiones directas y del 31,5 % de las transferencias de capital.

observa entre los crecimientos de los créditos presupuestados en el ejercicio para inversiones directas (38,3 %) y los pagos ordenados a que han dado lugar (19,0 %).

20-XI-1982.

La evolución de los pagos en los últimos meses del año estará más condicionada por el ritmo de ejecución de los créditos aprobados que por las ampliaciones de nuevos créditos que puedan producirse, pues el paréntesis de las elecciones y sus resultados introducirán retrasos apreciables en la aprobación de ampliaciones inevitables. Partiendo de que el ritmo global de ejecución ha sido, hasta ahora, más rápido en este año que en el anterior, cabría esperar una moderada desaceleración de los pagos en los meses venideros. No obstante, conviene no olvidar lo dispar de la ejecución por conceptos de gastos, y, en particular, el desfase que se

Sector exterior

La balanza de pagos por cuenta corriente

En el último boletín, se realizó un análisis detallado, aunque lleno de incertidumbres, sobre la evolución del comercio exterior de España en el primer semestre del año 1982 y de sus perspectivas para el segundo semestre. La falta de información precisa sobre algunos aspectos claves del comercio exterior y el grave desconocimiento existente sobre el comportamiento y características de las propias series de datos de nuestros intercambios comerciales con el exterior hacen que esa incertidumbre no se vaya despejando con la llegada de nuevas cifras, sino que, en muchas ocasiones, se acrecienta. Los datos de la Dirección General de Aduanas correspondientes al mes de julio son, en alguna medida, un buen ejemplo de lo que se acaba de decir.

1. Evolución del comercio exterior

Exportaciones

	ENE - JUL		% de incremento
	1982	1981	
Productos energéticos	87.527	57.596	52,0
Productos no energéticos	1.196.492	994.579	20,3
Productos del reino animal	18.755	17.713	5,9
Productos vegetales y grasas	120.729	125.017	-3,4
Industrias alimenticias	71.447	58.333	22,5
Minerales no energéticos	43.176	34.393	25,5
Productos químicos	80.620	67.542	19,4
Otras materias primas y semimanufacturas	140.474	113.948	23,3
Productos textiles	58.885	49.229	19,6
Calzado	38.984	30.483	27,9
Metales y productos metálicos	205.335	162.639	26,2
Maquinaria	168.011	135.768	23,7
Material de transporte	173.881	131.239	32,5
a) Terrestre	131.497	104.375	26,0
b) Marítimo	28.540	17.202	65,9
Otros productos no energéticos	76.195	68.275	11,6
Exportaciones totales	1.284.019	1.052.175	22,0

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

En julio, la exportación de mercancías alcanzó un valor de 220,7 m.m. (2.180,3 millones de dólares), lo que ha supuesto un crecimiento del 3,4 % (retroceso del 9,2 %) con respecto al mismo mes del año anterior. En junio, mes precedente, la exportación había sido de 160,6 m.m. (1.471,5 millones de dólares), lo que pone en evidencia la fuerte variabilidad a la que se encuentran sometidas las cifras del comercio exterior. Ya en julio del año pasado el valor de la exportación alcanzó unas cotas anormalmente altas (212,7 m.m., equivalentes a 2.180,3 millones de dólares), por lo que, al

repetirse este hecho en el año actual, podría pensarse en la aparición de algún fenómeno estacional de causa, hasta ahora, desconocida. Para el segundo semestre del año, se ha previsto una importante desaceleración de nuestras exportaciones de mercancías —ante el retroceso generalizado de la demanda mundial—, pero factores estacionales como el del mes de julio y el que viene produciéndose últimamente en los meses finales del año pueden hacer que, en cifras originales, dicha desaceleración queda muy atenuada.

El alto valor de la exportación, en el mes de julio, ha afectado, prácticamente, a todos los sectores. Únicamente los productos minerales no energéticos han retrocedido, en su cifra en pesetas, con respecto al mes precedente. La expansión más acusada la experimentaron los productos metálicos, cuyas ventas exteriores en junio fueron de 23,7 m.m., y en julio han alcanzado los 41,6 mm.

Las importaciones de productos energéticos, por su propia naturaleza, están sometidas a fuertes fluctuaciones de un mes a otro. En julio, se han importado productos por valor de 109,4 m.m. (981,3 millones de dólares), frente a 121,6 m.m. (1.114,0 millones de dólares) en el mes inmediatamente anterior. En relación con el mismo mes del año pasado, las cifras anteriores han supuesto tasa de variación del 13,4 %, valoradas en pesetas, y del -0,8 %, valoradas en dólares. En cuanto

a las compras de productos no energéticos, su valor se encuentra estabilizado, desde hace varios meses, en torno a los 180 m.m.; la cifra de julio —182,7 m.m. (1.638,7 millones de dólares)—, ha supuesto un crecimiento del 12,6 % (caída del 1,4 %), en relación con el mismo mes del año anterior.

Dentro de los productos energéticos, las compras de crudos de petróleo del mes de julio han sido de 3,1 millones de toneladas, con un precio de 31,6 dólares/barril. Este precio, con ligeras oscilaciones, es el que viene registrándose desde el mes de mayo, siendo el valor unitario medio del período enero-julio de 32,8 dólares/barril. La comparación de estos datos sobre valores unitarios con los del mismo período del año anterior no tiene demasiado sentido, ya que, en julio de 1981, el valor unitario del crudo fue de 31,5 dólares/barril, mientras que en junio de ese mismo año había sido de 34,6, y en agosto volvió a ser de 36,2. Lo que sí es significativo, y ya ha sido resaltado en numerosas ocasiones, es que, mientras que en los siete primeros meses del año 1981 se habían importado 28,3 millones de toneladas de crudo de petróleo, en los mismos meses de 1982 se han importado 23,8 millones.

Las importaciones de productos animales, vegetales y de la industria alimenticia, dentro del total de productos no energéticos, han sido las que han registrado un retroceso más acusado en relación con las cifras del mes precedente. Las adquisiciones de productos metálicos y de maquinaria, por el contrario, han sido las que alcanzaron un mayor crecimiento.

En los cuadros 1 y 2, se encuentran las cifras de exportación e importación correspondientes a los siete primeros meses del año, y nada hay que añadir a los comentarios realizados en boletines anteriores. Para los próximos meses —agosto y septiembre—, hay que esperar una fuerte caída en los valores de nuestro comercio exterior, ya que, de acuerdo con los cambios estacionales que parecen haberse producido en el mes de julio, la caída estacional del verano debe haberse concentrado en esos dos meses (1). Después, en el último trimestre del año, se producirá una recuperación de cuantía difícil de predecir, pero dentro de una tónica de desaceleración del comercio exterior, motivada, en el caso de la importación, por la atonía de la demanda interior, y, en el caso de la exportación, por el retroceso de la demanda mundial. Sólo movimientos

(1) Ya en imprenta este Boletín, se han recibido los datos sobre el comercio exterior del mes de agosto, que han supuesto retrocesos muy importantes, tanto con respecto al mes precedente como con respecto al mismo mes del año anterior.

2. Evolución del comercio exterior

Importaciones

	ENE - JUL		% de incremento
	1982	1981	
Productos energéticos	755.752	735.425	2,8
Carbón	33.542	23.313	43,9
Crudos de petróleo	601.077	621.920	- 3,4
Derivados del petróleo	70.383	41.839	68,2
Productos no energéticos	1.213.019	957.690	26,7
Productos del reino animal	44.140	34.635	27,4
Productos vegetales y grasas	155.206	115.562	34,3
Industrias alimenticias	43.762	33.621	30,2
Minerales no energéticos	44.620	38.076	17,2
Productos químicos	136.522	121.214	12,6
Otras materias primas y semimanufacturas	115.964	98.051	18,3
Productos textiles	46.164	37.036	24,6
Metales y productos metálicos	126.826	97.244	30,4
Maquinaria	266.354	201.028	32,5
Materia de transporte	102.608	85.346	20,2
d) Terrestre	69.405	45.432	52,8
e) Aéreo	28.533	36.253	-21,3
Otros productos no energéticos	130.853	95.877	36,5
Importaciones totales	1.968.771	1.639.115	16,3

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

comerciales de tipo especulativo, ante expectativas sobre la evolución del tipo de cambio, pueden alterar este cuadro, cuyas mayores incertidumbres, como se dijo al principio, provienen de la complejidad de las series estadísticas.

Según el registro de caja, la balanza de pagos por cuenta corriente alcanzó, en el mes de septiembre, un déficit de 296 millones de dólares (92 millones más que en el mismo mes del año anterior). Este ligero empeoramiento ha sido debido a la evolución de las balanzas de servicios y transferencias, ya que la balanza comercial redujo su déficit, entre los dos meses de referencia, en 127 millones de dólares.

3. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta corriente

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-SEP	
	1982	1981
Mercancías	-7.718,9	-8.817,0
Servicios	3.266,0	3.211,1
Turismo y viajes	4.852,6	4.352,8
Fletes, seguros y transportes	929,4	843,2
Rentas de inversión	-1.664,4	-1.532,2
Otros servicios	- 851,6	- 452,7
Transferencias	1 144,1	1 267,9
Balanza corriente	-3.308,8	-4.338,0

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

El superávit por servicios en septiembre (442 millones de dólares) fue inferior en 172 millones de dólares al de septiembre de 1981; como las partidas de fletes y seguros y de turismo y viajes tuvieron resultados muy parecidos, el empeoramiento se ha debido a los renglones de rentas de inversión —por el descenso de sus ingresos— y al de otros servicios —por el fuerte crecimiento de sus pagos—. La balanza de transferencias tuvo también un saldo positivo, inferior en 47 millones de dólares al de septiembre de 1981.

Los resultados correspondientes a los nueve primeros meses del año se encuentran recogidos en el cuadro 3. Los hechos más destacados continúan siendo el descenso en el déficit comercial y la mejora —ya muy ligera— de la balanza de servicios. Esta última muestra un desarrollo muy positivo en el epígrafe de turismo y viajes, mientras que, en renglón de otros servicios, el

empeoramiento es muy acusado. El conjunto de la balanza corriente, en términos de caja, arroja un déficit de 3.309 millones de dólares: 1.029 millones menos que en los tres primeros trimestres de 1981.

La balanza de pagos por cuenta de capital

Desde el inicio del año, un proceso doble ha caracterizado la evolución de la balanza de pagos durante 1982: un significativo recorte de las necesidades de financiación de la cuenta corriente, al que superó un marcado descenso de la disponibilidad misma de financiación en la cuenta de capital. Observados conjuntamente, los dos fenómenos no se corresponden en intensidad. En conexión con el tipo de cambio de la peseta, hacen patentes los efectos opuestos que éste ejerce en el ajuste de balanza de pagos. Si a la depreciación del cambio de la peseta es atribuible parte de la mejora de la cuenta corriente, a las expectativas generadas por esta misma depreciación es imputable parte del deterioro de la cuenta de capital.

4. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta de capital

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - SEP	
	1982	1981
Balanza por cuenta corriente	-3.308,8	-4.338,0
Capital a largo plazo	1.075,6	3.933,5
Capital a corto plazo	110,4	168,9
Instituciones bancarias	- 370,0	39,3
Variación reservas centrales	1.965,7	79,4
D.E.G. asignados	-	72,5
Financiación F.M.I. (b)	- 133,1	- 43,4
Desfases contables	705,5	336,8
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	- 45,0	- 249,0

(a) Según datos del Registro de Caja del Banco de España.

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

Los datos del cuadro 4, correspondientes a los tres primeros trimestres de 1982, muestran claramente esta situación. Entre enero y septiembre de 1982, se contabilizaron unos ingresos netos de divisas por operaciones de capital de tan sólo 1.343,4 millones de dólares, frente a 4.258,6 millones en igual periodo de 1981. Este descenso de 2.915,2 millones superó ampliamente al recorte simultáneo de 1.029,2 millones en el déficit por cuenta corriente, por lo que, durante los nueve prime-

ros meses de 1982, hubo de completarse la financiación de la balanza de pagos con una caída de las reservas centrales de divisas por valor de 1.965,7 millones de dólares (1), superior en 1.886,3 millones a la registrada en igual período de 1981.

En el mencionado descenso de los ingresos netos de capital, participó la mayoría de los epígrafes. Destacaron en importancia: los de capital a largo plazo e instituciones bancarias, el primero arrojó unos ingresos netos de 1.075,6 millones de dólares en los nueve primeros meses de 1982, frente a 3.933,5 millones en igual período de 1981, mientras que por el segundo se registraron unas salidas netas de 370 millones de dólares, lo que, en comparación con las entradas netas de 39,3 millones de dólares contabilizadas en igual período de 1981, supusieron un descenso de 409,3 millones. Incluso el epígrafe de capital a corto plazo, tradicionalmente menos sensible a las variaciones que la evolución monetaria y financiera impone al resto de nuestra cuenta de capital, por recoger, principalmente, los créditos a corto obligatoriamente contraídos en el extranjero por las concesionarias de autopistas, registró un descenso significativo en sus ingresos netos de divisas. El único epígrafe que arrojó un incremento apreciable fue el de desfases contables, que es también el de menor relieve de la cuenta de capital, ya que sólo recoge apuntes provisionales de operaciones que en su día encontrarán su anotación definitiva en la cuenta corriente.

Llevando a un mayor grado de detalle el examen de los datos —tal como se hace en la desagregación llevada a cabo en los cuadros 5 y 6—, se observa la influencia decisiva que, en la evolución de la cuenta de capital, tuvo la actuación del sector privado. Su recurso exterior neto directo al exterior descendió, por ejemplo, desde los 3.182,1 millones de dólares registrados en los nueve primeros meses de 1981, a tan sólo 159,1 millones en igual período de 1982 —ver cuadro 5—, y también descendió marcadamente el ejercido a través de la banca delegada.

El sector público, por el contrario, amplió su apelación neta al exterior, tanto la directa, que alcanzó la suma de 916,5 millones de dólares en los tres primeros trimestres de 1982, frente a 751,4 millones en igual período del año anterior —ver cuadro 5—, como la intermediada por la banca delegada. Dicha actuación, a la

(1) La cifra mencionada de variación de reservas centrales, durante los meses de enero a septiembre de 1982, no incluye un descenso adicional de 686,5 millones de dólares, atribuible a los cambios registrados en la valoración de las tenencias de oro.

5. Balanza de pagos (a)

Detalle capital a largo plazo

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-SEP	
	1982	1981
Capital a largo plazo	1.075,6	3.933,5
Sector privado	159,1	3.182,1
Financiación recibida	1.810,0	3.786,5
Inversiones	1.199,0	1.372,7
Créditos	611,0	2.413,8
Comerciales	28,6	63,1
Financieros	530,9	2.299,2
Financiación otorgada	-1.650,9	-604,4
Inversiones	-497,3	-183,7
Créditos	-1.153,6	-420,7
Comerciales	-945,4	-397,7
Financieros	-44,3	14,8
Sector público	916,5	751,4
Financiación recibida	1.032,6	780,1
Financiación otorgada	-116,1	-28,7

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

que cabría calificar de compensatoria por opuesta a la del sector privado, fue, sin embargo, moderada, y, a la postre, insuficiente para contrarrestar la caída de los ingresos netos de divisas en las operaciones privadas. Así, por ejemplo, la financiación exterior de las empresas públicas en su conjunto se situó, en septiembre de 1982, por debajo de las previsiones iniciales de la CIFEX.

La mencionada caída en el recurso exterior neto del sector privado fue, en primer lugar, un descenso en su apelación crediticia —directa o intermediada— al exterior.

En términos netos, los créditos directos a largo plazo recibidos del exterior por el sector privado ascendieron, durante los nueve primeros meses de 1982, a 611 millones de dólares, frente a un importe de 2.413,8 millones en igual período de 1981 —ver cuadro 5—. El descenso de 1.802,8 millones fue principalmente atribuible a los créditos financieros. Al mismo tiempo, los créditos interiores en divisas concedidos por la banca al sector privado registraron, entre los citados períodos, un descenso de 275,1 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—. Es de observar, sin embargo, que estos últimos apuntaron, desde agosto, una cierta recuperación, mientras los directos prosiguieron con su marcada debilidad.

Entre los factores que impulsaron el descenso en la apelación crediticia al exterior del sector privado, hay que citar, en primer lugar, 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, situó, durante todo el primer semestre del año, los diferenciales de interés cubiertos frente al dólar —la principal moneda del endeudamiento exterior español— en niveles marcadamente negativos y contrarios a la financiación en esa moneda. Desde entonces, sin embargo, modificada ya con anterioridad la política inicial del año y registrándose una mejora del descuento de la peseta en los meses del verano, se alcanzaron valores más neutros de los diferenciales cubiertos.

Sin duda, el mantenimiento o ampliación en el futuro de un diferencial positivo entre los tipos de interés españoles y extranjeros debería ser la salvaguardia contra el descenso en el recurso por parte del sector privado al crédito en moneda extranjera. En este sentido, hay ya indicios de un retorno de empresas españolas —eléctricas— a financiarse en mercados exteriores, en el último trimestre del año.

No obstante, conviene señalar que ya en el segundo semestre de 1981, con una muy distinta situación de diferenciales de interés, se pudo constatar un descenso en la apelación crediticia al exterior. Existen, pues, otros factores distintos de los diferenciales y todavía presentes, que impulsaron igualmente el descenso del crédito en moneda extranjera. Aun a riesgo de repetición, se enumerarán los ya citados en anteriores ediciones de este boletín. En primer lugar, la depreciación sostenida de la peseta frente al dólar, que incrementó la percepción del riesgo cambiario y encareció el servicio de la deuda viva. También la alternativa que para la financiación a largo plazo supuso la creación de un mercado interior de créditos sindicados en pesetas a

tipos de interés variables. Por último, habría que añadir, en el caso particular del crédito interior en divisas, la situación de abundancia de liquidez en el sistema bancario, que hizo innecesaria la utilización —tan frecuente en el pasado— del mecanismo de la 9-DE en la provisión de fondos prestables.

Junto a la disminución en la apelación al crédito exterior ya mencionada y operando en el mismo sentido sobre la cuenta de capital, se registró igualmente un incremento en el crédito otorgado por el sector privado al exterior. Este ascendió, en términos netos, hasta un volumen de 1.153,6 millones de dólares en el período enero-septiembre de 1982, desde los 420,7 millones registrados en idéntico período de 1981 —ver cuadro 5—. Prácticamente, todo el incremento surgió en los créditos comerciales, concretamente en los denominados «créditos a comprador extranjero», y guardó al tiempo relación con la situación en el período de diferenciales de interés y con la instrumentación de mecanismos de apoyo a la exportación. El último de ellos, desarrollado por el Real Decreto 2557/1982, de 1 de octubre, autoriza al ICO a refinanciar, a tipos de interés subvencionados, a los bancos y cajas de ahorro, créditos o efectos de exportación.

El relieve en el comentario de las variaciones del crédito no debe minorar el impacto que, sobre el resultado final de la cuenta de capital en el período examinado, ejercieron igualmente las variaciones de distintos renglones de inversión. De manera poco llamativa, se fueron acumulando durante el período, especialmente en los últimos meses, descensos en las inversiones exteriores de cartera e incrementos en las desinversiones directas, para arrojar, finalmente, un saldo neto de ingresos por inversiones exteriores en España, durante los nueve primeros meses de 1982, de 1.199 millones de dólares, inferior en 173,7 millones al registrado en igual período de 1981 —ver cuadro 5—. Más visibles fueron, en el lado opuesto de la cuenta de capital, los incrementos registrados en las inversiones españolas directas en el exterior y de cartera. Ambas supusieron —ver también el cuadro 5— la elevación hasta los 497,3 millones de dólares del valor de las salidas netas por inversiones del sector privado español en el exterior, durante el período enero-septiembre de 1982, con un aumento de 313,6 millones sobre el mismo período de 1981. Es de prever, sin embargo, una detención de este crecimiento en los meses venideros. Ya en agosto y septiembre se han producido recortes en la inversión española directa y de cartera, respectivamente, fruto del endurecimiento de los criterios de autorización administrativa en un caso, y de la suspensión temporal arbitrada por el Real Decreto 1955/1982, de 12 de agosto, en el otro.

6. Balanza de pagos (a)

Detalle de instituciones bancarias

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-SEP	
	1982	1981
Instituciones bancarias	-370,0	39,3
Financiación de créditos interiores en divisas	- 53,0	108,9
<i>Sector privado</i>	- 146,4	128,7
<i>Sector público</i>	93,4	- 19,8
Cuentas en pesetas no residentes	- 88,9	-38,0
Variación posición en divisas	-228,1	-31,6

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

Sobre los restantes epígrafes de la cuenta de capital, el comentario es mínimo. Detrás de la importante variación en la posición en divisas de la banca –ver cuadro 6–, están las nuevas disposiciones sobre cobertura de posiciones a plazo de divisas comentadas en una edición anterior de este boletín. Por su parte, las cuentas en pesetas convertibles de la banca –ver cuadro 6– oscilaron ligeramente durante el año, en paralelo con los diferenciales de interés, para arrojar, en septiembre de 1982, una disminución acumulada de saldo de 88,9 millones de dólares.

20-XI-1982.

Regulación bancaria: 3.^{er} trimestre de 1982

No se han adoptado, durante el trimestre pasado, medidas monetarias o financieras de especial relevancia para el sistema bancario, si se hace salvedad de la nueva Circular del Banco de España sobre balances, cuentas de resultados y estados complementarios que deben remitir periódicamente los bancos privados. Las otras normas aparecidas se refieren a aumentos en los tipos de interés aplicables a los créditos a la exportación computables en los coeficientes de inversión de los bancos privados, Banco Exterior de España, cajas de ahorro y cooperativas de crédito; a la liberación de los tipos de interés aplicables a las operaciones pasivas de las entidades de depósito con las secciones de crédito de las sociedades cooperativas del campo; a la elevación de los límites dentro de los cuales el Banco de España queda facultado para fijar el nivel del coeficiente de caja de las cajas de ahorro; a la interrupción temporal de la liberalización respecto a determinadas inversiones en el exterior, y a la reglamentación de las cuentas fiscales de ahorro autorizadas por la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio 1982.

Tipos de interés de los créditos a la exportación computables en los coeficientes de inversión

Ya se comentó, en las páginas 45 y 46 del *Boletín Económico* de enero de 1982, la elevación en los tipos de interés de las operaciones de crédito a la exportación computables en los coeficientes obligatorios de inversión de los bancos privados, el Banco Exterior de España, las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito, que tuvo lugar como consecuencia de la revisión de los tipos mínimos decidida por los participantes en el Acuerdo sobre Líneas Directrices para los Créditos a la Exportación con apoyo oficial – conocido como Consenso OCDE –, en el que participa España, junto con otros 21 países miembros de la citada organización internacional.

En la decimoséptima reunión de los países participantes en el Consenso OCDE sobre créditos a la exportación, que se celebró en París el 6 y el 7 de mayo pasado, se ha decidido un nuevo incremento al alza, si bien muy ligero y matizado, de los tipos mínimos de interés que venían rigiendo hasta ahora, a la vez que se han reclasificado algunos países. De acuerdo con estas directrices, la O.M. 1-VII-82, desarrollada por C.B.E. número 14 de 14-VII, modificada por Carta Circular de 19-X, aumenta los tipos aplicables a algunos créditos a la exportación de bienes de equipo, que venían oscilando entre el 10 y el 11,25 %, para situarlos entre el 10 y el 12,40 %, mientras permanecen iguales los tipos

aplicables a las demás operaciones. La modificación adquiere mayor significado si se tiene en cuenta que, entre los países reclasificados como intermedios, se encuentran algunos de los principales destinatarios de la exportación española de bienes de equipo.

Tipos de interés y comisiones de los créditos a la exportación computables en los coeficientes de inversión

	Porcentajes	
	Actuales (O.M. 1-VII-82)	Anteriores (O.M. 12-XI-81)
I. Exportaciones de bienes de equipo (a)		
– General	10	10
– Países intermedios		
– Plazo de 2 a 5 años		10,50
Reclasificados recientemente		
Hasta el 31-XII-82	10,50	
A partir del 1-I-83	10,85	
Demás países intermedios	10,85	
– Plazo mayor de 5 años		11
Reclasificados recientemente		
Hasta el 31-XII-82	10,75	
A partir del 1-I-83	11,35	
Demás países intermedios	11,35	
– Países relativamente ricos		
– Plazo de 2 a 5 años	12,15	11
– Plazo mayor de 5 años	12,40	11,25
II. Exportación de buques nuevos de más de 100 TRB	(b)	8(c)
III. Capital circulante y prefinanciación de bienes de consumo, productos intermedios y primeras materias con pedido en firme (d)	10	10
IV. Financiación a corto plazo de la exportación (e)	10	10
V. Inversiones en el exterior relacionadas con el fomento a la exportación (d)	10	10

- (a) Los tipos de interés, que incluyen las comisiones, son fijos para créditos a proveedor y mínimos para comprador extranjero.
- (b) Rigen los tipos especificados en el epígrafe I, pero se permite aplicar un tipo mínimo del 8 % cuando las circunstancias lo aconsejen.
- (c) Tipo mínimo, que incluye las comisiones.
- (d) Tipo máximo.
- (e) Tipos fijos, que incluyen las comisiones. Cuando se rebase el plazo de 12 meses, se aplicarán los tipos y la clasificación establecida en el epígrafe I.

Al contrario de lo que ocurrió con la revisión anterior, plasmada en la O.M. 12-XI-81, que supuso unas elevaciones considerables –entre 2 y 2 puntos y medio– en casi todas las operaciones, los nuevos incrementos sólo afectan a los créditos a la exportación de bienes de equipo con plazo igual o superior a 2 años, destinados a países intermedios y relativamente ricos, siendo insignificantes las elevaciones de los primeros, y del 1,15 las de los países relativamente ricos. Sin embargo, debe

tenerse en cuenta, como ya se ha señalado, la nueva reclasificación de países, que acentúa el significado de la medida.

Dos objetivos opuestos configuran la regulación de los créditos a la exportación. Por un lado, la protección y el fomento de las ventas al exterior, que tratan de disminuir los costes financieros de las actividades exportadoras, fijando unos tipos máximos a los créditos incluibles en los coeficientes obligatorios de inversión de las entidades de depósito. Por otro lado, los compromisos internacionales, que limitan las primas indirectas a la exportación, con el fin de evitar distorsiones exageradas en las transacciones comerciales entre los diversos países. Con vistas a la necesaria reciprocidad de trato, la O.M. de 1-VII-82 permite aplicar tipos inferiores a los niveles fijos o mínimos establecidos, cuando se compruebe y justifique que esos tipos son necesarios para poder alinearse con otros países cuyos poderes públicos amparan las operaciones de exportación con créditos de apoyo oficial especialmente baratos.

Los nuevos tipos de interés se aplicarán a las operaciones que se formalicen y a las ofertas, consultas vinculantes y prórrogas de crédito o seguro que se produzcan a partir del 16 de julio de 1982. Sin embargo, en las operaciones en las que las ofertas emitidas y las consultas aprobadas por el CESCE o por la entidad financiadora sean anteriores a aquella fecha, se aplicarán las tarifas establecidas por la O.M. 12-XI-81, siempre que las operaciones se formalicen antes del 31-XII-82.

Tipos de interés aplicables a los depósitos de las secciones de crédito de las entidades cooperativas agrarias

Las secciones de crédito de las cooperativas desarrollan actividades de crédito y ahorro en favor de las cooperativas de las que forman parte. Aunque no tienen personalidad jurídica independiente, gozan, dentro de las finalidades generales de la cooperativa, de autonomía en su gestión y de la posibilidad de mantener un patrimonio separado, destinado a la consecución de aquel objeto. Por ello, deben llevar una contabilidad separada, sin perjuicio de la general de la cooperativa. Desde un punto de vista subjetivo, sus operaciones activas y pasivas se limitan al seno de la propia cooperativa y de sus socios, no pudiendo aceptar depósitos de terceros ni concederles créditos. Desde un punto de vista objetivo, la normativa vigente sólo les permite otorgar préstamos o créditos para financiar actividades propias de la cooperativa en la que se integran, o, en el caso de préstamos a los socios, para

financiar, bien aquellas actividades específicas de la cooperativa, bien otras operaciones funcionalmente relacionadas con ellas, o para satisfacer ineludibles necesidades socioeconómicas de los cooperativistas. Desde un punto de vista formal, las secciones de crédito no se rigen por las normas generales de las cooperativas de crédito, sino por las generales aplicables a las cooperativas.

Es evidente que las secciones de crédito de las cooperativas del campo, es decir, aquellas que se integran en cooperativas formadas por titulares de explotaciones agrarias, o por entidades que los asocien para cumplir finalidades propias o relacionadas con actividades agrícolas, forestales o ganaderas, financian frecuentemente actividades —por ejemplo, la recogida y almacenamiento de cosechas— con un fuerte componente estacional, lo que ocasiona amplias oscilaciones de tesorería.

Con el fin de favorecer la eficacia y rentabilidad de la tesorería de las secciones de crédito de las cooperativas del campo, y teniendo en cuenta su carácter social y cooperativo, la O.M. 6-IX-82 establece la libertad en los tipos de interés de las operaciones pasivas de las entidades de depósito con las secciones de crédito de las cooperativas del campo. Se amplía así la liberalización de los tipos de interés pasivos de las entidades de depósito a las operaciones que realicen con otras entidades de depósito, sociedades y fondos de inversión mobiliaria, entidades de seguros, entidades de financiación, sociedades mediadoras en el mercado de dinero registradas en el Banco de España, corporaciones locales, sociedades de crédito hipotecario y el Fondo de regulación del mercado hipotecario, y secciones de crédito de las cooperativas del campo.

Coeficiente de caja de las cajas de ahorro

Aunque no ha habido, desde 1978, ninguna variación en el nivel del coeficiente legal de caja que deben mantener las cajas de ahorro, la O.M. de 20-VII-82 ha aumentado las facultades del Banco de España para modificarlo desde un mínimo del 5 % a un máximo del 9 %, de acuerdo con las necesidades de la política monetaria. Anteriormente, según la O.M. de 15-XII-71, por la que se fijó el coeficiente de caja de las cajas de ahorro confederadas, la Caja Postal y la Confederación Española de Cajas de Ahorro, aquellos límites estaban establecidos entre un mínimo del 4 % y un máximo de sólo el 6 %, muy cercano al nivel mínimo del coeficiente legal del 5,75 %, actualmente vigente.

Así, pues, ahora quedan igualadas las facultades que el Banco de España tiene respecto a la fijación del coeficiente de caja de las cajas de ahorro y la fijación del coeficiente de caja de la banca y las cooperativas de crédito.

Cuentas fiscales de ahorro

Como se comentaba en la página 47 del *Boletín Económico* de enero de 1982, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para este ejercicio permitió deducir, de la cuota del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas correspondiente a 1982, un 15 % del importe de la renta que, obtenida durante el período impositivo, se destinara a imposiciones a plazo fijo no inferior a tres años, formalizadas en cuentas especiales, denominadas «cuentas fiscales de ahorro», abiertas en bancos o cajas de ahorro. La cuantía de la imposición se fijó entre un mínimo de 100.000 pesetas y un máximo de 500.000, sin que, conjuntamente con las inversiones desgravadas en valores mobiliarios, pudiera sobrepasar el 25 % de la base imponible del sujeto pasivo. Durante el plazo de tres años, las cuentas serían indisponibles, excepto en casos de hechos o actos involuntarios o de transformación en activos fijos empresariales o valores mobiliarios de cotización calificada, la cual no daría lugar a una nueva desgravación. La disposición de todo o parte de los saldos de las cuentas con fines distintos de los que se acaban de mencionar significaría la pérdida de la desgravación, sin perjuicio de los intereses por demora y las sanciones correspondientes, y las entidades depositarias resultarían responsables solidariamente de la deuda tributaria, debiendo informar a la Administración sobre la apertura, movimiento y cancelación de las cuentas.

Quedaban sin señalar algunos aspectos importantes relativos a la forma en que las entidades financieras debían comunicar a la Administración la apertura, disposición y cancelación de las cuentas y otras circunstancias necesarias para su vigilancia y comprobación, los plazos y condiciones en que debían realizarse la apertura y las imposiciones en las cuentas, así como las disposiciones derivadas de actos involuntarios. El R.D. 2089, de 27 de agosto de 1982, complementado por la C.B.E. número 17, de 10-IX, desarrolla estos aspectos reglamentarios.

Respecto a las disposiciones de las cuentas, se considera que éstas son involuntarias cuando se deban a situaciones de quiebra, suspensión de pagos, concurso de acreedores, embargo, fallecimiento u otras situaciones de fuerza mayor. Para los casos de fuerza mayor no previstos expresamente en el Reglamento, se precisará autorización del Delegado de Hacienda.

Los pagos permitidos realizados a terceros han de efectuarse directamente a cargo de la cuenta fiscal de ahorro, y en la orden de pago el ordenante debe declarar el destino de los fondos dispuestos. Las entidades depositarias deben presentar ante la Delegación de Hacienda, conjuntamente con la última declaración de retenciones de cada año, una declaración en la que se identifiquen las cuentas, las sucursales en donde se abran, los titulares, la fecha de apertura y las fechas e importes de las imposiciones y posteriores disposiciones.

Las disposiciones no autorizadas y las permitidas por actos o hechos involuntarios tienen el mismo tratamiento que las cancelaciones anticipadas previstas por la O.M. 17-I-82 para las imposiciones a plazo fijo, pero las disposiciones para la adquisición de activos fijos empresariales o valores mobiliarios no sufren ninguna penalización. A este respecto, se recordará que en las cancelaciones anticipadas de los depósitos a plazo se liquidan los intereses devengados hasta la fecha de la cancelación anticipada, con el límite legal que corresponda según el plazo, deduciéndose del principal del depósito al menos un 4 % anual por el período que media entre aquella cancelación y el vencimiento pactado para el depósito, sin que la deducción pueda exceder del importe de los intereses devengados desde el comienzo de la operación (1).

Las inversiones españolas en el exterior

Como continuación al proceso de liberalización del sector exterior de la economía española, el R.D. 2236, de 14 de septiembre de 1979, entre otros supuestos de inversiones, tanto directas como de cartera, autorizó a los inversores españoles a suscribir y adquirir libremente títulos de renta fija denominados en divisas y emitidos tanto por entidades españolas como por organismos internacionales a los que España perteneciese, facultándose igualmente su venta a partir del año de su adquisición.

La situación de la balanza básica de nuestras operaciones con el exterior, así como el volumen de operaciones realizadas en los últimos meses al amparo de la disposición anteriormente mencionada, han llevado al Gobierno a suspender, por R.D. 1955, de 12 de agosto de 1982, la liberalización de las compras de títulos de renta fija denominados en divisas y emitidos por personas jurídicas españolas públicas y privadas o por orga-

nismos internacionales de carácter multilateral a los que pertenece España, por un plazo de seis meses, contado a partir del día 14 de agosto. Por consiguiente, en el mencionado plazo estas inversiones españolas en el exterior requerirán previa autorización de la Dirección General de Transacciones Exteriores.

Información contable de la banca privada

La regulación contable de los bancos corresponde al Ministerio de Economía, con arreglo al artículo 43 de la Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946. De acuerdo con dicha disposición, diversas órdenes ministeriales, y especialmente las de 28-VI-1950 y 1-VII-1968, establecieron los modelos obligatorios, tanto de balances y cuentas de pérdidas y ganancias públicos como confidenciales. En el Banco de España, se delegaron la definición y contenido de los mismos, así como la recepción y tratamiento de estos últimos para el cumplimiento de las funciones que tiene otorgadas en materia de supervisión bancaria, y confección de estadísticas monetarias y financieras. La necesidad de adaptar con frecuencia los estados confidenciales al desarrollo financiero del país, tanto a efectos informativos y estadísticos como de supervisión de las entidades, requería un procedimiento ágil de modificación de los mismos. Por ello, la O.M. de 16-VII-1982, que deroga todas las anteriores, también delega en el Banco de España el establecimiento de los estados confidenciales. El resto de las normas de esta Orden reitera las atribuciones que ya tenía conferidas el Banco de España en materia de definición, contenido y normas de valoración de las cuentas y correlaciones con los estados públicos, y mantiene la protección de la confidencialidad de los datos, que sólo pueden ser publicados y comunicados de forma global o por grupos de entidades, salvo al Fondo de Garantía de Depósitos, o por motivo de procedimiento incoado para la persecución de infracciones legales o reglamentarias, o por acuerdo de las autoridades judiciales o administrativas competentes. Tanto los estados públicos como los confidenciales, han de cumplir los principios de veracidad, exactitud de la situación económica e inclusión de todas las cuentas que constituyan la contabilidad de las entidades. Por otra parte, establece un nuevo modelo de balance y cuenta de pérdidas y ganancias público, el primero de los cuales incorpora información sobre operaciones en moneda extranjera entre entidades de crédito, adquisición de activos monetarios, redescuento y endoso de efectos, y, asimismo, distingue, entre las reservas, las que proceden de regularizaciones y actualizaciones de balances. Por lo que se refiere a la cuenta de resultados, es mucho más amplia que la que venía siendo obligatoria, si bien, en esencia, coincide con la que el Banco de

(1) Véase *Boletín Económico* de mayo 1981, página 58.

España había recomendado en sus Circulares 157 y 199.

En virtud de las mencionadas facultades concedidas por la Orden de 16-VII-82, el Banco de España ha dictado la Circular a la banca privada número 16, de 11-VIII-82, sobre balance, cuenta de resultados y estados complementarios de tipo confidencial. La nueva Circular refunde toda la normativa contable existente hasta la fecha, y, en concreto, deroga la Circular 35, de 3-X-1968, y modificaciones posteriores, la Circular 199, de 12-XII-80, sobre cuenta de pérdidas y ganancias, e incorpora literalmente la Circular 1/82, sobre provisión de fondos para insolvencias. Como innovaciones de fondo más destacables, cabe citar las siguientes: *a)* las nuevas reglas para la contabilización de la cartera de efectos, a fin de que puedan ser medidos convenientemente los riesgos en curso de cada entidad, incluyendo los efectos propios aplicados para su cobro a otras entidades y excluyendo los recibidos por el mismo concepto; la situación anterior producía una importante distorsión, tanto de las carteras individuales como de la agregada; *b)* el desarrollo y concreción de las normas sobre valoración de las operaciones en moneda extranjera, y en especial de la norma sobre su reflejo contable el día de la fecha de contratación frente a la de fecha valor que venía rigiendo hasta ahora, con lo que se aproxima la base contable a la información que suministran las entidades a efectos de control de cambios; *c)* una desagregación completa de los balances de operaciones en pesetas y de operaciones en moneda extranjera, así como de negocios en España y de sucursales en el extranjero, y, en general, la incorporación de una amplia información sobre las cuentas de extranjero, incluyendo detalle del riesgo por país; *d)* la sectorización de la información por sujetos, distinguiendo entre el sector público, el sector privado residente y el sector no residente; *e)* la aplicación de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas en las estadísticas sobre el crédito, y *f)* la exigencia, por primera vez, de información trimestral sobre los saldos que mantienen los bancos con las empresas de su grupo financiero, así como de los resultados cruzados con las mismas, información que constituye un primer paso para la obtención, en su día, de los estados consolidados del grupo.

25-XI-1982.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en octubre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-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-I-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				
COMERCIALES Y MIXTOS												
VALLADOLID (27-X-82)	11,00	13,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
EXTRANJEROS												
BANKERS TRUST												
(1-X-82)	=	=	=	=	=	17,68	18,25	=	=	=	=	=
(4-X-82)	=	=	=	=	=	17,88	18,38	=	=	=	=	=
(6-X-82)	=	=	=	=	=	18,38	18,68	=	=	=	=	=
(8-X-82)	=	=	=	=	=	18,50	18,75	=	=	=	=	=
(11-X-82)	=	=	=	=	=	19,00	18,88	=	=	=	=	=
(13-X-82)	=	=	=	=	=	18,75	=	=	=	=	=	=
(15-X-82)	=	=	=	=	=	18,88	=	=	=	=	=	=
(20-X-82)	=	=	=	=	=	19,00	18,75	=	=	=	=	=
(21-X-82)	=	=	=	=	=	19,25	=	=	=	=	=	=
(25-X-82)	=	=	=	=	=	19,38	18,88	=	=	=	=	=
(26-X-82)	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(29-X-82)	=	=	=	=	=	=	=	21,00	=	=	=	=
BARCLAYS BANK												
(5-X-82)	=	=	=	=	=	17,13	=	=	=	=	=	=
(11-X-82)	=	=	=	=	=	18,00	=	=	=	=	=	=
(28-X-82)	=	=	=	=	=	18,75	18,00	=	=	=	=	=
CITIBANK												
(7-X-82)	17,75	17,75	18,25	18,75	=	18,25	18,75	=	=	=	=	=
CONTINENTAL BANK												
(5-X-82)	11,95	14,15	14,70	=	=	17,00	=	=	21,00	21,00	=	=
(7-X-82)	12,20	14,35	14,95	14,45	=	17,25	17,50	=	21,25	21,25	=	=
(8-X-82)	12,95	14,85	15,15	=	=	17,50	=	=	22,00	22,00	=	=
(21-X-82)	13,90	15,55	15,60	14,70	=	18,00	17,75	=	23,00	23,00	=	=
CHASE MANHATTAN BANK												
(4-X-82)	=	=	17,88	18,25	=	17,00	17,00	=	20,00	=	=	=
(11-X-82)	=	=	19,38	19,25	=	19,75	19,75	=	22,75	=	=	=
(25-X-82)	=	=	20,13	19,75	=	=	=	=	=	=	=	=
CHEMICAL BANK												
(6-X-82)	=	=	=	=	=	17,50	=	=	=	=	=	=
(13-X-82)	=	=	=	=	=	18,50	=	=	=	=	=	=
(18-X-82)	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	15,40	16,15
DRESDNER BANK												
(11-X-82)	18,85	=	18,00	15,80	=	18,82	18,70	=	=	=	=	=
(28-X-82)	18,95	=	18,40	=	=	19,25	18,70	=	=	=	=	=
FIRST N. BANK OF CHICAGO												
(2-X-82)	=	=	=	17,38	=	=	17,88	=	=	=	=	=
(9-X-82)	=	=	18,00	18,25	=	18,50	18,75	=	=	=	=	=
(16-X-82)	=	=	=	18,50	=	=	19,00	=	=	=	=	=
(23-X-82)	=	=	18,85	18,00	=	19,35	18,50	=	=	=	=	=
(29-X-82)	=	=	18,75	18,63	=	19,25	19,13	=	=	=	=	=
MANUFAC. HANNOVER TRUST												
(9-X-82)	=	=	19,50	19,50	=	19,50	19,50	=	30,00	30,00	=	=

(a) Las notas correspondientes a la elaboración y contenido de este cuadro se encuentran en los **Boletines Económicos** de diciembre de 1981 y enero de 1982.
 (b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(continuación) 2

Modificaciones en octubre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-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-I-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				
MIDLAND BANK												
(2-X-82).....	=	=	=	=	=	18,00	=	=	21,00	=	=	=
(8-X-82).....	=	=	=	=	=	18,50	=	=	21,50	=	=	=
(9-X-82).....	=	=	=	=	=	19,50	=	=	22,50	=	=	=
(11-X-82).....	=	=	=	=	=	20,25	=	=	23,25	=	=	=
(15-X-82).....	=	=	=	=	=	20,00	=	=	23,00	=	=	=
(22-X-82).....	=	=	=	=	=	20,25	=	=	23,25	=	=	=
(26-X-82).....	=	=	=	=	=	20,00	=	=	23,00	=	=	=
(27-X-82).....	=	=	=	=	=	19,50	=	=	22,50	=	=	=
MORGAN GUARANTY												
(6-X-82).....	17,25	=	=	=	=	17,38	=	=	=	=	=	=
(7-X-82).....	17,75	=	17,00	15,75	=	17,75	17,75	=	=	=	=	=
(11-X-82).....	19,00	=	17,50	16,00	=	18,25	18,25	=	=	=	=	=
(15-X-82).....	18,25	=	17,25	15,63	=	18,00	18,00	=	=	=	=	=
(20-X-82).....	18,75	=	17,75	=	=	18,50	=	=	=	=	=	=
(21-X-82).....	19,25	=	18,00	15,63	=	18,75	=	=	=	22,00	=	=
(27-X-82).....	18,75	=	=	=	=	18,63	=	=	=	25,00	=	=
NATIONAL WESTMINSTER												
(15-X-82).....	=	=	19,00	18,00	=	=	18,50	=	23,00	=	=	=
(22-X-82).....	=	=	=	=	=	=	18,75	=	24,00	=	=	=
TOKYO												
(6-X-82).....	=	=	=	=	=	16,75	=	=	=	=	=	=
(14-X-82).....	=	=	=	=	=	18,00	=	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORRO												
AVILA MONTE												
(16-X-82).....	=	=	=	=	=	=	=	=	17,50	=	=	=
BARCELONA MONTE												
(13-X-82).....	=	=	=	=	=	=	15,50	15,50	=	=	=	=
CORDOBA PROVINCIAL												
(19-X-82).....	=	=	=	=	=	=	=	=	19,00	=	=	=
GRANADA MONTE												
(1-X-82).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	(3,00)	=	=
MANLLEU												
(27-X-82).....	9,00	11,00	13,00	15,00	15,00	=	=	=	=	=	=	=
PLASENCIA												
(21-X-82).....	=	=	=	=	=	=	16,00	17,00	=	=	17,00	=
TORRENTE												
(28-X-82).....	=	=	10,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=
VALLADOLID POPULAR												
(15-X-82).....	=	=	11,50	15,00	17,00	12,00	12,00	=	=	=	=	=

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «B.O.E.»
19/82 de 5 de octubre	Entidades de crédito. Central de Información de Riesgos del Banco de Crédito Local.	22 octubre 1982
20/82 de 22 de octubre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de Deuda del Estado, interior y amortizable.	30 octubre 1982
21/82 de 22 de octubre	Cajas de Ahorro. Fondo de Garantía de Depósitos.	12 noviembre 1982
22/82 de 22 de octubre	Cooperativas de Crédito. Fondo de Garantía de Depósitos.	12 noviembre 1982
23/82 de 2 de noviembre	Entidades de depósito. Ordenes instantáneas de transferencia.	—

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «B.O.E.»
Carta Circular de 19 de octubre (C.V. 10/82)	Entidades de depósito. Modificación de anexos de la Circular 14/82, de 14 de julio.	1 noviembre 1982
Oficio Circular de 27 de octubre de 1982 (C.V. 11/82)	Entidades delegadas. Sobre incumplimiento de sus funciones en materia de operaciones en moneda extranjera.	—
Oficio Circular de 5 de noviembre de 1982 (C.V. 12/82)	Bancos y Cajas de Ahorro. Flexibilizando transitoriamente el valor contable de la Deuda Perpetua Interior.	—
21 octubre de 1982	Resolución del Banco de España sobre operaciones de cambio de moneda extranjera.	5 noviembre 1982

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo boletín.

En cualquier caso, los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, en las que no necesariamente coincide el Banco de España.

JIMENA GARCIA-PARDO

LA DEMANDA DE FUEL-OIL EN ESPAÑA.—ESTUDIOS ECONOMICOS N.º 28

En este trabajo se elabora un modelo empírico de demanda de fuel-oil, utilizando la metodología Box-Jenkins, que permite superar importantes errores de especificación típicos, en general, de los modelos de demanda de productos energéticos. La teoría económica, a su vez, juega un papel importante en diferentes puntos del análisis a través del cual se llega al modelo final.

Se analiza la demanda de fuel-oil según sus dos usos mayoritarios: centrales térmicas y sector industrial. En el primer caso, se utilizan como variables independientes la producción de electricidad, la temperatura, el agua embalsada, la pluviosidad y el precio del fuel-oil con destino a centrales térmicas. En el segundo caso, el índice de producción industrial, la temperatura, y el precio del fuel-oil con destino industrial. El periodo muestral es el comprendido entre enero de 1970 y diciembre de 1977, y los datos son de periodicidad mensual.

En la primera parte se desarrollan modelos univariantes de todas las variables utilizadas. Posteriormente, se elaboran modelos de transferencia de un solo output. Los modelos univariantes de las variables que van a ser outputs (fuel-oil térmico y no térmico) se utilizan como primera aproximación para modelizar los términos de error en los modelos de transferencia. Primero, se elaboran modelos de transferencia donde las variables independientes no incluyen precios. Posteriormente, se incluye en cada modelo el precio del output respectivo.

De los modelos definitivos, se derivan elasticidades a largo plazo respecto a la producción de electricidad en el caso de fuel-oil térmico, y respecto al índice de producción industrial en el caso de fuel-oil no térmico. En cuanto a elasticidades precio, se obtiene sólo para el fuel-oil no térmico. La inexistencia de elasticidad precio

para el fuel-oil térmico es fácilmente explicable por la política de subvenciones a centrales térmicas practicada en el período muestral, que impide conocer el precio verdadero.

GONZALO GIL

SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL.—ESTUDIOS ECONOMICOS N.º 29

La multiplicidad y dispersión de disposiciones legales que regulan nuestro sistema financiero hacen que cualquier intento de comprensión general del mismo deba abordar necesariamente una tarea de simplificación y síntesis, que, por otro lado, no debe conducir a vagas generalizaciones que dificultarían su adecuado conocimiento.

En este nivel intermedio se sitúa el presente trabajo, que se articula en tres partes. La primera de ellas recoge las características generales del sistema financiero español, la relación entre las distintas partes que lo componen, y sintetiza el proceso de su evolución en los últimos años.

La segunda parte analiza las instituciones que componen nuestro sistema financiero y sus modos de actuación. Aunque en ella se presta mayor atención al Banco de España y a los grupos de instituciones que componen el sistema crediticio —bancos, cajas de ahorro, cooperativas y entidades oficiales—, también se estudian los restantes intermediarios financieros: compañías de seguros, sociedades de financiación, sociedades y fondos de inversión, sociedades mediadoras del mercado de dinero, etc.

Estas instituciones desarrollan su actividad en un conjunto de mercados cuyo funcionamiento se estudia en la tercera parte del trabajo. En ella, se consideran por separado los mercados monetarios, y los instrumentos que se negocian en ellos —mercado de Pagarés del

Tesoro, de certificados de regulación monetaria, de depósitos, etc.—, y los mercados de valores tanto en su vertiente de mercados primarios, o de emisión, como de mercados secundarios.

Por último, el anexo estadístico y los cuadros intercalados en el texto ofrecen una sumaria información estadística destinada a ilustrar la importancia cuantitativa de algunos hechos analizados.

MERCADO DE VALORES: ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. SERIES HISTÓRICAS 1962-1981— DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8212.

Las series que se presentan en este documento, referidas a las emisiones de las Administraciones públicas, forman parte de un proyecto más amplio, que abarca al conjunto de los sectores económicos y cuyo objeto es ampliar y mejorar los datos que se ofrecen en el *Boletín Estadístico* sobre los mercados de valores. Con la nueva reordenación se pretende que estas estadísticas ofrezcan una información apta para ser integrada con facilidad en la construcción de cuentas financieras, sectorizadas de acuerdo con el sistema de contabilidad nacional, y, por tanto, que permitan conocer la financiación neta recibida y otorgada en cada momento, en estos mercados, por cada agente económico.

Los datos aparecen agrupados en cinco cuadros. El primero, VI-1, recoge el total de emisiones negociables de las Administraciones públicas, clasificadas por agentes emisores: Estado, Organismos autónomos administrativos, Seguridad Social, Entes autonómicos y Corporaciones locales. El cuadro VI-2 desarrolla la información relativa al Estado, a la vez que la complementa con datos de las deudas no negociables; el cuadro VI-2bis, que detalla las deudas amortizables y las asumidas por el Estado, sólo tiene un valor histórico, por lo que no se incorporará al *Boletín Estadístico*. En el cuadro VI-3, se ofrecen series de saldos vivos de las deudas que aparecen en los cuadros anteriores. Finalmente, el cuadro VI-4 presenta un detalle de los saldos vivos a fin de año de la deuda negociable del Estado, clasificados por plazos corridos de vencimiento, lo que permite conocer la estructura de los mismos y la evolución de su perfil.

La metodología utilizada en la confección de las series aparece en las secciones dedicadas a notas generales y notas a los cuadros.

ANTONI ESPASA

UNA ESTIMACIÓN DE LOS CAMBIOS EN LA TENDENCIA DEL PRODUCTO INTERIOR BRUTO NO AGRÍCOLA, 1964-1981.— DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8213

Una estimación, lo más precisa posible, de la tendencia del producto interior bruto, PIB, es necesaria para establecer cualquier plan de política económica, para realizar un análisis de la coyuntura actual, etc. Así, por ejemplo, para una consideración realista de las perspectivas de empleo es indispensable conocer el nivel presente de la tendencia del PIB y disponer de una proyección futura del mismo. De hecho, una de las ventajas importantes de disponer de una estimación de la evolución tendencial del producto interior bruto radica en que en las predicciones sobre éste nos interesa, la mayor parte de las veces, una predicción sobre su tendencia, más que sobre su nivel específico. Por otra parte, creemos que ésta es una forma más recomendable para hacer proyecciones del PIB a un plazo medio de cinco u ocho años.

En la estimación de la tendencia de series económicas, el método de aplicación de polinomios temporales es, en general, inadecuado y suele dar malos resultados. Por otra parte, el procedimiento de medias móviles no es plenamente recomendable para situaciones de cambios bruscos, como las sufridas a consecuencia de las crisis de la energía. La sugerencia que se hace en el trabajo consiste en estudiar la tendencia a través de modelos de series temporales que incorporen ciertos análisis de intervención para los puntos de ruptura. En este documento se especifican y estiman los modelos que pueden servir de base para calcular la tendencia en trabajos posteriores. Los resultados que se presentan ahora incluyen ya una primera evaluación de los cambios bruscos sufridos en la misma. Estos cambios se pueden resumir así:

- a) Hasta principios de 1974, la tendencia del PIB creció al 1,74 % trimestral (7,14 % anual).
- b) Durante 1974 y 1975, el crecimiento se redujo al 1,0 % trimestral (4 % anual).
- c) Durante 1976 hasta principios de 1979, hubo una nueva reducción en la tasa de crecimiento de la tendencia, que se situó en el 0,55 % trimestral (2,2 % anual).
- d) Desde finales de 1979, el crecimiento de la tendencia es cero.

Según estos resultados, la primera crisis de la energía redujo el crecimiento del PIB no agrícola en 5 puntos, pero esto no se realizó inmediatamente, sino en

dos etapas que duraron, al menos, dos años. La segunda crisis redujo el crecimiento del PIB en dos puntos y esto se produjo, prácticamente, de golpe y desde el principio.

Otras conclusiones que se desprenden de este trabajo son: a) los métodos de estimación de tendencia que suponen una evolución suave de la misma no son adecuados para series como la de este documento; b) la serie trimestralizada del PIB es importante por el incremento de información que contiene sobre la evolución tendencial de dicha magnitud económica.

BOLETIN ESTADISTICO. SERIES HISTORICAS I. BANCO DE ESPAÑA (1962-1981).

La edición del suplemento de Series Históricas del *Boletín Estadístico I. Banco de España (1962-1981)* tiene por objeto ampliar, con datos hasta 1981, la primera versión editada en febrero de 1975. Supone una actualización de los datos referentes al Banco de España, adaptándolos a una nueva presentación, que de hecho ya se venía utilizando en los informes anuales, en el *Boletín Económico* y en las series de medias de datos diarios del propio Boletín del Banco de España. Estas últimas se publican por primera vez conteniendo datos desde enero de 1974.

Esta presentación no supone cambios fundamentales respecto a la anterior, y como novedades más importantes hay que destacar:

- a) La adopción como magnitud relevante del balance, de los «activos computables en el coeficiente de caja» o «activos de caja», base sobre la que se actúa para controlar la cantidad de dinero, y frente a la que se contraponen el resto de activos y pasivos del balance.
- b) El desglose de las operaciones del Banco de España con el sistema bancario en activos (límites de crédito) y pasivos (bonos del Tesoro y certificados de depósito del Banco de España en poder del sistema, disponibles por redescuentos y endosos y depósitos obligatorios).
- c) Una nueva clasificación de las cuentas del Sector Público en el Banco de España, realizada mediante acuerdo del Ministerio de Hacienda y el Banco de España.

Todas estas características están ampliamente explicadas en las notas generales que constituyen la pri-

mera parte de la publicación y en unas detalladas notas a los cuadros que también figuran en la misma.

BOLETIN ESTADISTICO. SERIES HISTORICAS VIII. SECTOR PUBLICO (1962-1981).

Este suplemento presenta unas series históricas de las cuentas del Estado con periodicidad mensual, que han sustituido, a partir de septiembre de 1982, a las que hasta el mes de agosto se venían publicando en el capítulo VIII del *Boletín Estadístico*. En la elaboración de estas cuentas integradas de todas las operaciones del Estado se ha utilizado exhaustivamente la información disponible y se ha cuidado muy especialmente la delimitación de este importante agente de las Administraciones públicas, la homogeneidad en la contabilización de las operaciones y las correspondencias entre registros contables y cuentas del Estado en el Banco de España. Asimismo, se ha intentado clarificar las conexiones de las series contenidas en este trabajo con las que figuran en otros capítulos del *Boletín Estadístico* (Banco de España, Crédito Oficial y Mercado de Valores, por ejemplo) y el enlace entre la cuenta de operaciones corrientes y de capital y la de operaciones financieras, habiéndose utilizado el principal flujo financiero del Estado —el recurso al Banco de España— como contraste de la coherencia global de las series.

Las cuentas se presentan en dos clasificaciones alternativas: una administrativa y otra económica. La clasificación económica, que constituye el objetivo central del trabajo, agrupa las operaciones según su naturaleza, presenta las cuentas de operaciones financieras, desarrolladas en un total de 14 cuadros, habiéndose eliminado en dichas cuentas la mayoría de los movimientos internos entre los distintos registros que recogen operaciones del Estado. Por su parte, las series de la clasificación administrativa, presentadas en un solo cuadro, informan de los totales de ingresos y pagos líquidos realizados en el ámbito de cada uno de los registros contable-administrativos a que se ha hecho referencia.

La metodología utilizada en la confección de las series aparece en las secciones dedicadas a notas generales y notas a los cuadros.

