

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

diciembre 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.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
- \* Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M<sub>1</sub> Oferta Monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M<sub>2</sub> M<sub>1</sub> + Depósitos de ahorro.
- M<sub>3</sub> Disponibilidades líquidas = M<sub>2</sub> + Depósitos a plazo.
- T<sub>1</sub><sup>1</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales  $\left[ \left( \frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$ . Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T<sub>1</sub><sup>3</sup> Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles 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.
- T<sub>3</sub><sup>3</sup> Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales  $\left[ \left( \frac{\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$ . Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T<sub>12</sub><sup>1</sup> 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
- 24 Sector público
- 28 Sector exterior
- 33 Información del Banco de España
- 34 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en noviembre de 1982.
- 36 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 37 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 39 Indicadores económicos

# Evolución monetaria internacional

Entre las semanas correspondientes al 12 de noviembre y 17 de diciembre, el tipo de cambio del dólar USA mostró una clara variación de tendencia, depreciándose en considerable cuantía frente a la mayoría de las monedas importantes (véase cuadro 1). Frente al yen japonés y al franco suizo, el dólar se depreció en un 10,5 % y en un 7,1 %, respectivamente, mientras que, frente a las monedas componentes del Sistema Monetario Europeo (SME), la divisa americana se depreció en tasas cercanas al 5 %. Una excepción a esta regla de comportamiento fue la libra esterlina, cuya cotización en dólares descendió, en el mismo período, un 2,6 %. Fruto de estas variaciones fue que el dólar USA perdió un 2,5 % de su valor en términos de derechos especiales de giro (DEG), al tiempo que el resto de las monedas —excepción hecha de la libra— ganaba posiciones en cantidades significativas frente a dicha lista de monedas.

A mediados de noviembre, es decir, en los comienzos del período de referencia, el dólar había alcanzado, frente a la mayoría de las monedas importantes, unas cotas que significaban los máximos niveles en varios años. A esta situación se había llegado después de un período de dos años aproximadamente, de subida casi ininterrumpida del tipo de cambio del dólar USA. Aparte de factores no económicos como la inestabilidad política internacional, a ello contribuyó de manera especial la instrumentación en Estados Unidos de una política monetaria fuertemente restrictiva, simultánea con una política fiscal de fuertes déficit públicos, que limitaba fuertemente el acceso a los mercados financieros de los demandantes privados de fondos y elevaba a niveles inusualmente altos los tipos de interés nominales y reales. Al mismo tiempo, los demás países industriales se veían en la imposibilidad de contrarrestar los efectos de esta política con otra de similares características que hubiera reducido los diferenciales de interés positivos, a favor de las inversiones en dólares. Además, la política monetaria restrictiva de Estados Unidos y el acceso al Gobierno de una Administración más comprometida en la lucha contra la inflación generaron unas expectativas en los poseedores de riqueza que cambiaron las preferencias en la gestión de la cartera de activos, produciéndose, por este motivo, intensos movimientos de capital hacia Estados Unidos. De añadidura, la recesión económica interna y la fuerte desaceleración de la inflación, causadas, en gran parte, por la práctica de esta política, propiciaron unos saldos exteriores por cuenta corriente superavitarios en 1981 y 1982, que contrastan con el déficit global que por dicho concepto se registraba en el resto de los países industriales.

Es posible, sin embargo, que recientemente haya comenzado a producirse una inversión de los factores

que prestaban fortaleza al dólar, y el reciente descenso de sus cotizaciones podría ser el anuncio —aunque incierto— de un periodo de depreciación para la divisa americana. En efecto, los altos niveles alcanzados por el dólar han deteriorado considerablemente la competitividad de las exportaciones estadounidenses, de tal forma que algunos observadores prevén, para 1983, el mayor déficit exterior por operaciones comerciales —75 m.m. de dólares— de la posguerra. Los altos niveles alcanzados por el dólar han disminuido enormemente la rentabilidad de las inversiones en títulos de-

nominados en esta moneda. Quizás más significativamente, desde octubre de 1982 se ha producido un cambio claro de actitud de la Reserva Federal, que, ante el estancamiento de la economía americana y las dificultades de los bancos americanos (con fuertes inversiones en los países en desarrollo con dificultades para atender a sus pagos financieros), parece más comprometida en una política monetaria que facilite el descenso de los tipos de interés.

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

Cambios medios correspondientes a la semana del 13 al 17 de diciembre de 1982

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 8-12 NOV 1982	Respecto última semana 1981
Dólar USA	1,09	-2,47	6,48
Yen japonés	266,13	8,19	- 3,62
Franco suizo	2,26	4,47	- 7,50
Libra esterlina	0,68	-5,31	- 9,39
Marco alemán	2,66	3,39	- 1,03
Franco belga	52,14	2,08	-14,64
Florín holandés	2,93	1,18	- 1,17
Franco francés	7,53	2,90	-11,56
Lira italiana	1.537,59	2,51	- 8,77
Peseta	140,01	-9,45	-19,15

(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 8-12 NOV 1982	Respecto última semana 1981
Yen japonés	244,31	10,49	- 9,52
Franco suizo	2,08	7,11	-13,04
Libra esterlina (b)	1,61	-2,59	-14,90
Marco alemán	2,44	6,01	- 7,00
Franco belga	47,87	4,61	-19,78
Florín holandés	2,69	4,64	- 7,05
Franco francés	6,91	-5,54	-17,00
Lira italiana	1.410,53	4,59	-14,27
Peseta	-7,10	-7,10	-24,07

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

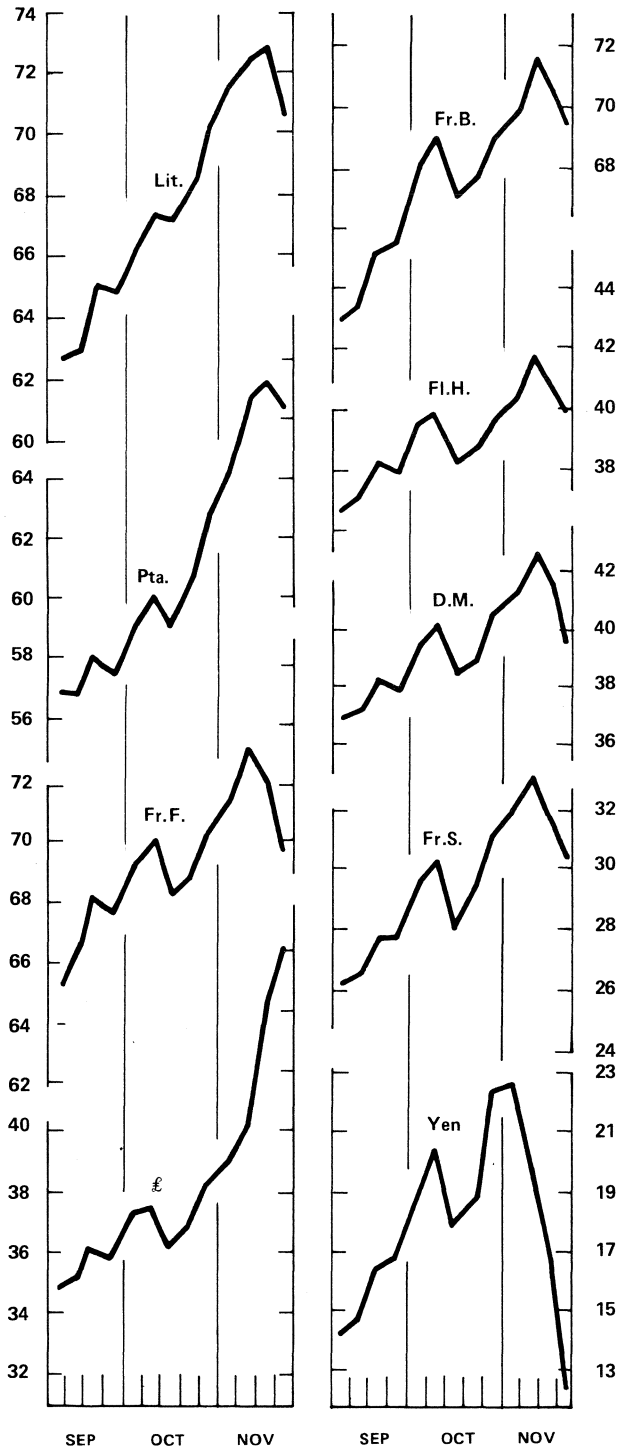
(b) En dólares USA por unidad nacional.

No obstante, hay todavía bastante incertidumbre en las expectativas de un descenso de la cotización del dólar en los mercados cambiarios, pues existe el peligro de que la Reserva Federal, en su práctica de una política monetaria más permisiva, provoque en los operadores la aparición de expectativas de pérdida de control de las magnitudes monetarias, que, tarde o temprano, la Reserva Federal tendría que restablecer mediante la intervención del proceso de caída de los tipos de interés. Así, en las últimas semanas, se ha observado una cierta inquietud por el desbordamiento de los objetivos monetarios; esto, junto con la atenta espera por parte del mercado de los movimientos de la Reserva en favor de un descenso de los tipos de interés, ha propiciado, en algunos momentos, súbitas y bruscas apreciaciones del dólar USA.

Al igual que en anteriores ocasiones, la reciente caída del dólar ha causado fuertes tensiones sobre las monedas integrantes del SME, aumentando la divergencia entre los extremos de la banda de fluctuación y provocando fuertes intervenciones de los bancos centrales para no sobrepasar los límites permitidos. El franco belga y el franco francés se han visto sometidos a presiones especulativas, basadas en los rumores de un nuevo reajuste de paridades. Las autoridades francesas, a la vez que intervenían en el mercado en defensa de su moneda, han buscado nuevos créditos internacionales en refuerzo de su posición de divisas, acudiendo para ello a los países excedentarios productores de petróleo. Hay que tener en cuenta que, junto a las expectativas de movimientos de capitales provenientes de Estados Unidos y orientados hacia el marco alemán, subsiste todavía el problema creado por la devaluación de la corona sueca en un 16 %, que ha debilitado la posición en el SME de la corona danesa, y por tanto, la de las monedas débiles del sistema.

La libra esterlina, por su parte, se ha debilitado frente al dólar USA y frente a las demás monedas importantes, afectada principalmente por las expectativas de ulteriores disminuciones del precio del petróleo que afectarían a un capítulo importante de sus ingresos en cuenta corriente.

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



Finalmente, la baja del dólar se ha hecho sentir en el mercado del oro, pues la cotización del metal pasó, en el período considerado, de 398 a 437 dólares la onza.

**La evolución del tipo de cambio de la peseta**

Entre las semanas correspondientes al 12 de noviembre y 17 de diciembre, el tipo de cambio al contado de la peseta registró las variaciones reflejadas en el cuadro 2, que recogen, como es natural, los efectos de la devaluación del tipo de cambio de la peseta, adoptada por las autoridades españolas el 4 de diciembre. Efectivamente, en esa fecha, las autoridades españolas decidieron abrir la siguiente sesión de mercado (la del lunes, día 6) con unos tipos de intervención de compras y ventas de dólares devaluados en un 8 % respecto al «fixing» de la sesión inmediatamente anterior (la del viernes, día 13). Esto implicaba, automáticamente, una devaluación, en la misma cuantía, de la peseta frente al resto de las monedas cotizadas en Madrid.

Haciendo un poco de historia, cabe señalar que, desde principios de 1981, la peseta había seguido una línea de depreciación frente al dólar USA muy similar a la de las demás monedas importantes, pero con una intensidad ligeramente menor que acabó produciendo una apreciación de su tipo de cambio efectivo real frente a las monedas de la CEE, debido a que el aumento del diferencial de inflación de España respecto a estos países no fue compensado por una caída similar

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

Semana del 13 al 17 de diciembre de 1982

	Semana 1-12 NOV 1982	Ultima semana 1979	Semana 6-10 DIC 1982 (b)
Dólar USA	- 7,10	-24,07	-0,55
Yen japonés	-15,90	-16,08	-0,20
Franco suizo	-13,27	-12,69	0,00
Marco alemán	-12,36	-18,36	-0,10
Franco belga	-11,19	- 5,34	-0,11
Florin holandés	-11,28	-18,31	-0,15
Franco francés	-11,98	- 8,51	-0,01
Libra esterlina	- 4,62	-10,77	0,08
Lira italiana	-11,70	-11,42	-0,09
<b>POSICION EFECTIVA FRENTE:</b>			
- mundo	- 8,97	-18,23	-0,30
- países desarrollados	- 9,88	-14,98	-0,16
- CEE	-10,77	-12,86	-0,05

(a) Apreciación (+) depreciación (-) de la peseta respecto de su cotización media en las fechas indicadas.  
(b) Semana posterior a la última devaluación de la peseta.

del tipo de cambio nominal frente a las monedas comunitarias.

Durante 1981, la peseta no registró presiones vendedoras excesivas. El saldo exterior por cuenta corriente deficitario se vio compensado por un saldo excedentario por cuenta de capital y por una moderada pérdida de reservas. Por el contrario, desde el primer trimestre de 1982, la peseta comenzó a registrar presiones vendedoras que fueron intensificándose a lo largo del año. Estas presiones no venían del lado de las transacciones por cuenta corriente, que registraron una disminución del déficit, sino de la sensible disminución, respecto al año anterior, de los ingresos netos por cuenta de capital, que hizo necesaria una intervención vendedora de divisas por parte de las autoridades más intensa que en 1981. Así, mientras que en el conjunto de 1981 se registraba una pérdida de divisas de 756,9 millones de dólares, entre enero y noviembre de 1982 las pérdidas por dicho concepto fueron de 3.612,2 millones de dólares.

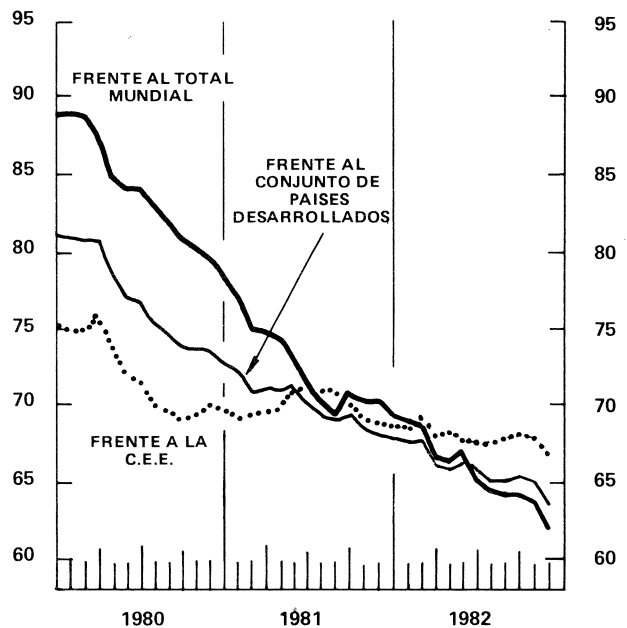
El proceso descrito se hizo especialmente intenso desde mediados del presente año, pues, a tenor del gradual aumento del descuento de la peseta en el mercado a plazo (el descuento a un mes pasó de un nivel del 3,6 % en junio a 12,5 % en noviembre, colocando en zonas negativas el diferencial de interés cubierto), se generalizaron las expectativas de depreciación de la peseta (1). Estas expectativas, por su parte, se debieron a factores muy diversos, que abarcan desde los de orden político a los de carácter económico. Entre estos últimos, cabe destacar la probable influencia de la devaluación del franco francés y de la corona sueca, así como las tensiones generales del SME y la desaceleración en la mejora del déficit español por cuenta corriente.

La situación antes descrita de infravaloración de la peseta frente al dólar USA y sobrevaloración frente a las monedas comunitarias hubiera podido autocorregirse suavemente, en caso de caída cierta y prolongada del dólar USA en los mercados cambiarios. Pero, como se ha expuesto anteriormente, existe todavía alguna incertidumbre sobre esta posibilidad. Aplazar, por lo tanto, el ajuste de la peseta equivalía a aceptar un continuo deterioro de la competitividad de las exportaciones españolas a Europa.

Desde el primer día posterior a la devaluación, se sintió un cambio en la orientación del mercado, y el Banco de España se vio obligado a modificar el sentido

(1) Esto viene corroborado también por el hecho de que los descuentos a más corto plazo se situaron por encima de los de más largo plazo.

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



de su intervención, comprando considerables cantidades de dólares. Como puede verse en el cuadro adjunto, desde el 6 de diciembre la peseta se mantuvo prácticamente estable frente a las monedas europeas más importantes, fluctuando, por otro lado, frente al dólar en función de las variaciones de la moneda americana. A lo largo del período transcurrido entre el 6 y el 17 de diciembre, el punto de máxima depreciación de la peseta frente al dólar se alcanzó el día 13, en que la peseta se cotizó a 129,7 pesetas/dólar. Al finalizar el período, el tipo de cambio medio de la peseta volvió a apreciarse hasta alcanzar las 127,9 pesetas/dólar, traduciéndose en una depreciación del 0,6 % durante las dos semanas transcurridas desde la devaluación.

Como resultado de estas variaciones, el índice de posición efectiva de la peseta frente a las monedas cotizadas en el mercado español perdió un 0,16 % en el período posterior a la devaluación, mientras que, respecto al Mercado Común, la pérdida de posiciones de la peseta se situaba en el 0,18 %.

Por su parte, en el mercado a plazo también se registró un cambio de orientación, pues, desde el 6 de diciembre, el tipo de cambio a plazo evolucionó de tal forma que el descuento de la peseta se redujo sensiblemente, desapareciendo por ello el descuento «intrínseco» (diferencial cubierto de interés negativo) que había permanecido vigente durante gran parte del año.

# Evolución monetaria

En los primeros días del mes de diciembre la autoridad económica ha elevado los cambios de intervención del dólar en el mercado de divisas, aceptando una devaluación de la peseta; ha definido un objetivo de expansión de las disponibilidades líquidas para 1983, en torno al 13 %; ha incrementado en un punto el coeficiente legal de caja, situándolo en el 6,75 %; y ha fijado, por último, criterios más restrictivos en relación con la «posición» en moneda extranjera que se autoriza a mantener a las entidades de depósito. Se ha cerrado, de esta forma, una etapa de incertidumbre respecto al curso futuro de la política monetaria y financiera, que, tras la apertura y desarrollo del proceso electoral, se tradujo en importantes presiones sobre el tipo de cambio.

A lo largo del mes de agosto y la primera quincena de septiembre de 1982, en una situación de desplome de los tipos de interés internos a corto plazo, resultado de la contracción impuesta en la primavera a los ritmos de expansión del sistema crediticio, la autoridad monetaria unificó los distintos instrumentos de endeudamiento público en los mercados monetarios, localizando los certificados de regulación del Banco de España en el tramo de tres meses y procediendo a dejar libres para los pagarés del Tesoro los segmentos de seis meses y un año en los que, hasta el momento, habían demandado fondos ambos emisores. Para poder llevar a cabo esta actuación sin que se registrara un ascenso notable de los rendimientos a la emisión, el Banco de España aceptó una pérdida transitoria del control de liquidez. Esta opción alentó, probablemente, un nuevo rebrote expansivo de la cantidad de dinero asociado a aceleraciones de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado que respondían a intentos de sustituir financiación exterior por financiación interna y al deseo de mantener activos en moneda extranjera.

A partir de la tercera decena del mes de septiembre, se hizo patente un endurecimiento de la política de oferta de liquidez que provocó una rápida erosión de excedentes y una subida intensa de tipos de interés a todos los plazos. Como resultado de esta decisión, empezó a manifestarse una moderación en los ritmos de expansión del sistema bancario en la segunda mitad del mes de octubre. En noviembre, el avance de la cantidad de dinero fue muy moderado y los tipos nominales de interés internos mantuvieron diferenciales acusados en relación con los tipos registrados en los mercados financieros exteriores. No obstante, las expectativas de depreciación de la peseta se habían afianzado y el Banco de España tuvo que proceder a vender cantidades importantes de sus reservas para evitar una evolución desordenada de los mercados cambiarios.



Una vez transcurrido el período electoral, realizado el ajuste cambiario y conocidas las medidas monetarias dictadas por el nuevo gobierno, el banco central ha intervenido en el otro lado del mercado adquiriendo divisas, ya que, tras dichas medidas, la evolución de las condiciones financieras interiores contrasta con el desarrollo de los mercados internacionales, donde se ha procedido en los dos últimos meses a recortes generalizados en los tipos nominales de interés.

En el caso de que se confirmen las previsiones sobre la evolución de los agregados monetarios para el mes de diciembre, el crecimiento de la cantidad de dinero en 1982 se situará en tasas muy próximas al 16 %, siendo precisamente esta cifra el objetivo perseguido por la autoridad monetaria para el año. Este valor, sin embargo, será el resultado del desarrollo de dos semestres claramente contrastados; el primero fuertemente expansivo, con una tasa media de avance del 17,7 %, y el segundo, más moderado, en el que previsiblemente se registrará una tasa media próxima al 14,3 %. De esta forma será posible realizar el engarce con los ritmos programados para el año 1983 — 13 % de expansión de las disponibilidades líquidas—, sin que se acumulen fuertes tensiones adicionales en los mercados financieros.

Este objetivo enlaza con la política mantenida en los últimos años que ha buscado un descenso paulatino de la tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero y pone de manifiesto la voluntad de mantener una tónica de firmeza en el desarrollo de la política financiera para el próximo período, dando prioridad a la consecución de avances en el proceso de corrección de los desequilibrios internos y externos que manifiesta la economía española.

## Los agregados monetarios

En el mes de noviembre, se ha completado el proceso de ajuste de los ritmos de expansión del sistema bancario a tasas acordes con los objetivos buscados por la autoridad monetaria. La tasa de avance de las disponibilidades líquidas ha experimentado un descenso en relación con la tasa del mes precedente. Mientras que, en el mes de octubre, el ritmo de crecimiento de M3 había alcanzado un valor del 17 %, en noviembre, este agregado se ha incrementado un 9,0 %, en términos de  $T_1^1$ . Si se observa la tasa de las medias móviles trimestrales centradas con un mes de desfase, los valores correspondientes de los dos meses son 17,0 % y 15,6 %, respectivamente. (Ver indicadores de la última parte de este boletín).

En el transcurso de estos meses, los desplazamientos en las carteras de activos del sector privado desde activos monetarios hacia títulos de renta fija públicos y privados y posiciones en moneda extranjera han deprimido la demanda de depósitos, facilitando la actuación de la autoridad monetaria. No obstante, la inercia en la expansión del crédito al sector privado generó movimientos de suficiente intensidad en los mercados crediticios que hicieron que la política de contención del crecimiento de la cantidad de dinero se tradujera en presiones persistentes en los mercados de activos de caja y elevaciones de los tipos de interés.

El saldo de monedas y billetes en manos del público ha registrado un avance importante en términos de la tasa intermensual de la serie de cifras medias diarias, alcanzando un valor del 45 %. Ha perdurado, por tanto, el efecto de atesoramiento típico de períodos electorales. No obstante, hay que resaltar que la observación de los movimientos intramensuales de la serie señala un punto máximo en el proceso centrado en la tercera decena de octubre, seguido, posteriormente, en el transcurso del mes de noviembre, de un movimiento de retorno hacia ritmos más pausados de expansión, siendo previsible que, a lo largo de los meses de diciembre y enero, quede finalizado este episodio.

Los depósitos del sistema bancario han experimentado un incremento muy moderado en el mes de noviembre: 5,5 % en términos de  $T_1^1$  y 13,4 % en términos de  $T_3^1$ . Dentro de este agregado, los depósitos de las cajas son los que han registrado un avance más sostenido (11,8 % en  $T_1^1$ ), habiéndose manifestado un ajuste más intenso en los pasivos de la banca privada, que han crecido un 2,1 %, asimismo en términos de la tasa intermensual.

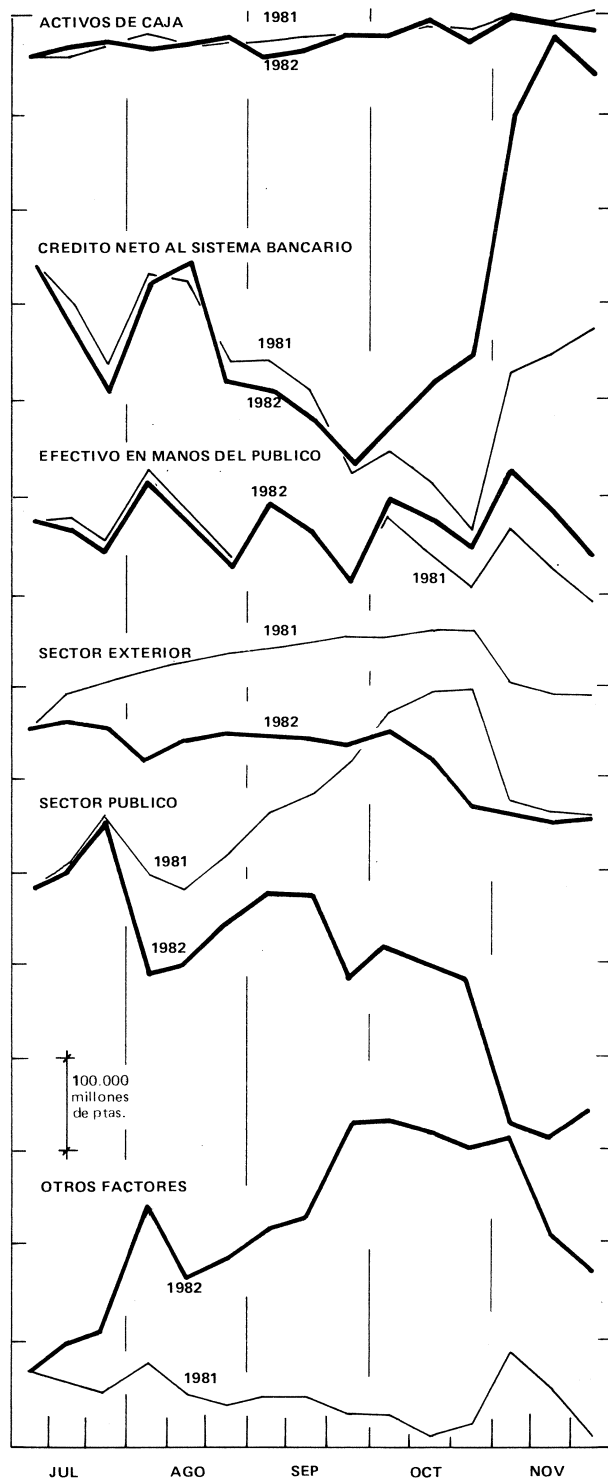
Los tipos de interés de los depósitos libremente remunerados por el sistema bancario se han mantenido estancados, mostrando alzas marginales los de la banca y ligeras caídas los de las cajas de ahorro. Los rendimientos de los activos más sensibles a la evolución de los mercados monetarios, como las letras y los pagarés, han mostrado, sin embargo, una clara evolución ascendente en los meses de octubre y noviembre. Se ha registrado, al mismo tiempo, una caída de medio punto porcentual en la rentabilidad de los mercados de renta fija, tanto en el segmento de la deuda pública como en los mercados de obligaciones privadas. Posiblemente, la aparición de un flujo importante de emisiones ha puesto de manifiesto el diferencial de rentabilidad cotizado en el mercado secundario y ha ajustado los rendimientos de los mercados de emisión y los mercados secundarios, haciendo descender los altos rendimientos nominales negociados en los mercados bursátiles.

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

	SEP 1982	OCT 1982	NOV 1982
<b>Activos de caja</b>	- 4,8	11,4	7,1
<b>CONTRAPARTIDAS:</b>			
<b>Efectivo (a)</b>	22,9	-18,3	- 11,6
<b>Otros factores</b>	94,5	- 9,8	-312,3
Sector exterior	2,3	-27,7	- 56,8
Sector público	31,4	-39,6	-168,8
Otros	60,8	57,5	- 86,7
<b>Crédito neto al sistema bancario</b>	-122,2	39,5	331,0
Créditos al sistema bancario	- 60,3	75,9	289,6
Bonos del Tesoro y certificados de depósito (a)	- 45,7	-33,9	50,5
Depósitos obligatorios (a)	- 1,9	- 2,4	- 8,8
Otros disponibles (a)	- 14,3	- 0,1	- 0,3

(a) Aumento: (-).

1. Activos de Caja (∅)



Los activos de caja y los mercados monetarios

En el transcurso del mes de noviembre, la autoridad monetaria persistió en su política de oferta de activos de caja tendente a moderar las tasas de avance de la cantidad de dinero. A lo largo del período, el Banco de España mantuvo bajas tasas de crecimiento de la oferta de activos líquidos. Las entidades bancarias, al no poder moderar en la misma proporción el ritmo de avance de sus activos rentables, apreciaron, en la primera mitad del mes, un descenso de sus excedentes de liquidez y forzaron al alza los tipos de interés en los mercados monetarios. En la segunda quincena, a pesar de que los bancos y cajas habían realizado ya el ajuste y reconstituido niveles de excedentes más holgados, los tipos de interés no reflejaron esta situación con suficiente intensidad (ver cuadro 3). Tres razones ayudan a explicar esta evolución. Se produjo, por un lado, una mala percepción por parte de las entidades bancarias de los ritmos de retorno del efectivo a sus cajas, que indujo una mayor demanda de depósitos en el Banco de España para cumplir con el coeficiente legal de caja. Por otro, se registró en los mercados una expectativa generalizada de deterioro del tipo de cambio de la peseta que, al elevar las retribuciones esperadas de mantener posiciones en moneda extranjera, sostuvo los tipos de interés a corto plazo en las cotas alcanzadas. Un último influjo procedió de la política de la autoridad monetaria que se mostró dispuesta a situar los diferenciales descubiertos entre los tipos de interés del dólar y la peseta en valores próximos al 10 %.

El cuadro 1 muestra los flujos de activos de caja y de sus contrapartidas en el mes, poniendo de manifiesto el notable esfuerzo de compensación que realizó el Banco de España. En efecto, tanto el efectivo en manos del público como el conjunto de otros factores de creación de liquidez experimentaron una evolución intensamente contractiva a lo largo del mes de noviembre. El recurso del sector público al Banco de España descendió de manera muy notable y los activos frente al exterior y otros factores disminuyeron acusadamente como consecuencia de la intervención en los mercados cambiarios. Todo ello determinó un aumento de 331 m.m. en el crédito neto concedido por el banco central al sistema bancario que se materializó mediante el incremento de 290 m.m. en los créditos de regulación y la amortización de 50 m.m. de certificados en poder de bancos y cajas.

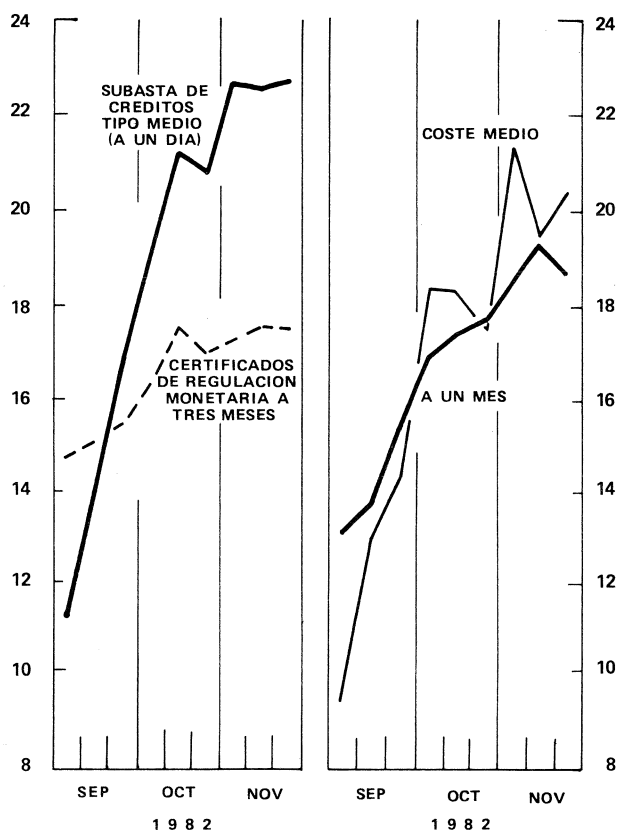
## 2. Excedente de caja legal (Z)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
<b>1982</b>			
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
OCT	0,047	0,046	0,048
1. <sup>a</sup> dec.	0,049	0,051	0,046
2. <sup>a</sup> dec.	0,044	0,043	0,046
3. <sup>a</sup> dec.	0,046	0,043	0,051
NOV	0,050	0,049	0,053
1. <sup>a</sup> dec.	0,044	0,042	0,048
2. <sup>a</sup> dec.	0,056	0,063	0,044
2. <sup>a</sup> dec.	0,051	0,039	0,070

Como resultado de la articulación de las anteriores partidas, los activos líquidos del sistema bancario aumentaron su saldo medio mensual en 7 m.m. Esta magnitud, una vez corregida y depurada de efectos estacionales, arroja una tasa de variación intermensual del 8,1 %. Este ritmo de creación de liquidez resultó claramente insuficiente para las necesidades de funcionamiento del sistema bancario, determinando, por tercer mes consecutivo, unos niveles ajustados de excedentes que se tradujeron en tensiones en los mercados monetarios (ver cuadro 2).

En la primera quincena del mes de diciembre, una vez que han ejercido su impacto las medidas dictadas el día 6, se ha observado una distensión en los mercados, descendiendo paulatinamente los tipos de interés.

## 2. Tipos de interés (Z)



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

En los meses de octubre y noviembre, como consecuencia de las dificultades impuestas por la autoridad monetaria a la expansión de los activos rentables del sistema bancario, se ha registrado, una disminución de la tasa de crecimiento de la financiación concedida a los sectores internos de la economía —sector público y privado—, según cifras provisionales estimadas para el último día del mes de noviembre. (Ver gráfico 3).

El ritmo de avance de la financiación concedida por el sistema crediticio al *sector público* ha resultado prácticamente nulo, a lo largo de los dos últimos meses analizados en este boletín. La liquidación de ingresos impositivos y la situación de interinidad del último trimestre del año han determinado una caída importante en las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas (ver cuadro 4). Por otra parte, en esta última etapa, están adquiriendo un protagonismo des-

### 3. Tipos de mercado monetario (ℳ)

	Interbancarios				Banco de España			
	Día a día		Plazo		Subasta a un día		Certificados de regulación monetaria (c)	
	Al día siguiente (a)	Coste medio (b)	Un mes	Tres meses	Marginal	Medio	Menos de un mes	Tres meses
<b>1982</b>								
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
SEP	13,79	12,12	14,01	15,15	13,03	13,33	—	15,15
1. <sup>a</sup> dec.	11,03	9,42	13,03	14,44	10,92	11,30	—	14,81
2. <sup>a</sup> dec.	14,20	12,91	13,75	15,11	13,88	14,09	—	15,07
3. <sup>a</sup> 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. <sup>a</sup> dec.	19,84	18,27	16,84	16,38	18,79	19,10	—	16,27
2. <sup>a</sup> dec.	20,65	17,73	17,38	16,94	20,56	21,26	—	17,15
3. <sup>a</sup> dec.	20,71	16,91	17,68	17,52	20,34	20,76	—	16,95
NOV	23,05	20,26	18,66	17,97	21,89	22,70	—	17,38
1. <sup>a</sup> dec.	23,32	21,29	18,44	17,98	21,16	22,77	—	17,28
2. <sup>a</sup> dec.	23,12	19,37	18,92	18,21	21,89	22,59	—	17,44
3. <sup>a</sup> dec.	22,78	20,30	18,61	17,72	22,39	22,76	—	17,42

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

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

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

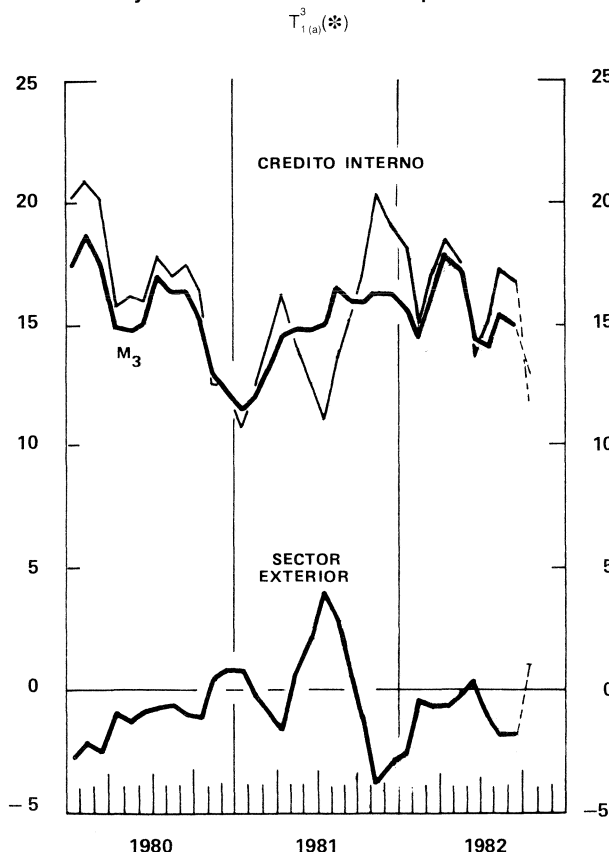
tacado las emisiones de títulos públicos como fuente de financiación alternativa al recurso al sistema crediticio. El flujo de pagarés del Tesoro colocados y el primer tramo de la emisión de Deuda Pública del cierre del año han allegado fondos que han permitido al sector público no demandar recursos del sistema crediticio. Las previsiones para el mes de diciembre apuntan hacia la permanencia de esta misma tónica. La demanda que ha registrado el último tramo de Deuda amortizable, la disposición del crédito exterior por 200 millones de dólares y el escaso crecimiento esperado del déficit público hacen prever un incremento débil, en términos desestacionalizados, de la apelación de las Administraciones Públicas a los recursos del sistema, en la segunda parte del año.

La financiación concedida al *sector privado* ha disminuido, asimismo, sus tasas de crecimiento, en los meses de octubre y noviembre. Las tensiones que se han registrado en los mercados monetarios han elevado de manera muy notable el coste de oportunidad de la expansión de la oferta de fondos prestables del sistema bancario y han afectado, asimismo, al segmento de

financiación pactada a tipos variables, desalentando los ritmos de incremento del total de recursos puestos a disposición del sector privado por el sistema crediticio.

En los últimos meses, sin embargo, se ha registrado una mayor acumulación de valores por parte de bancos y cajas de ahorro. Este componente de la financiación concedida al sector privado ha permanecido sistemáticamente estancado, a lo largo de los cuatro últimos años, detectándose una escasa demanda de títulos por parte del sistema bancario en la cuota no determinada por la evolución de su coeficiente de fondos públicos. Al mismo tiempo, los saneamientos practicados contrarrestaban contablemente la expansión de las carteras, añadiendo un mayor grado de estancamiento a la evolución de la serie. La banca, principalmente, ha aumentado sus tenencias contables de valores, a partir del verano, como consecuencia, probablemente, tanto de las altas rentabilidades negociadas en los mercados como de la culminación del proceso de saneamientos que ha afectado a sus antiguas carteras de renta fija y variable.

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



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

El crédito concedido al sector privado, ajustado de los problemas derivados de su componente en moneda extranjera, ha mostrado, en los meses de octubre y noviembre, una caída en sus tasas de crecimiento, según puede observarse en el cuadro 5. Este descenso, aunque ha afectado a la parte negociada en pesetas, ha incidido de forma más notoria en su componente de moneda extranjera, habiendo disminuido los saldos vivos de créditos dispuestos en divisas. La prohibición de amortizaciones anticipadas de créditos negociados en moneda extranjera han impedido, probablemente, una caída más pronunciada de los saldos.

El crédito concedido en pesetas ha registrado, asimismo, un descenso de sus ritmos de expansión. Este

### 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)
<b>1982</b>				
ENE	18,5	17,9	3,9	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	3,0	12,6
SEP	16,9	13,1	0,2	12,9
OCT (p)	12,0	11,1	-0,3	11,4

(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.

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

Datos a fin de mes

	Total	Banca	Cajas de ahorro	Crédito oficial	
	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo	
<b>1982</b>					
ABR	11.905,6	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	12.796,9	8.982,3	2.587,9	1.221,8	
NOV (p)	12.874,0	9.008,5	2.621,1	1.239,6	
	$T_1^3$	$T_{12}^1$ (sin centrar)	$T_1^3$	$T_1^3$	$T_1^3$
<b>1982</b>					
ABR	17,4	16,9	15,8	24,0	16,3
MAY	17,3	17,0	13,8	31,6	15,9
JUN	14,7	17,4	11,4	25,4	18,4
JUL	14,7	16,9	11,4	24,2	21,1
AGO	15,4	16,9	13,9	16,4	25,1
SEP	16,4	17,1	14,2	22,3	20,5
OCT (p)	13,8	17,0	10,9	21,8	18,9
NOV (p)	(7,5)	16,1	(3,6)	(16,5)	(19,0)

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

descenso ha afectado más acusadamente a la banca privada que a las cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito, en correspondencia con la evolución de los pasivos monetarios analizada en el primer epígrafe de esta nota.

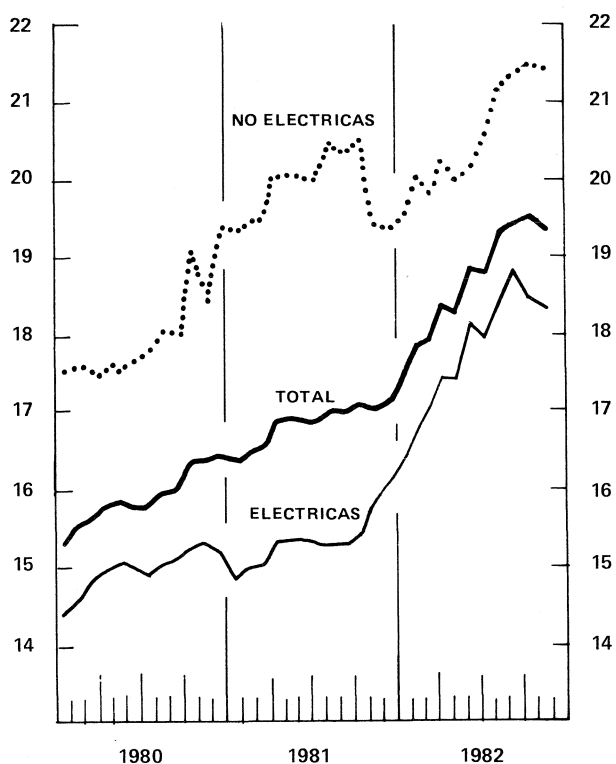
Los indicadores que recogen información sobre la evolución de la demanda de crédito registran, para el mes de noviembre, el mismo crecimiento lento, pero persistente, de esta variable que se observaba en meses anteriores. La información sobre tipos de interés aplicados por bancos y cajas a las operaciones de descuento de efectos y concesión de pólizas de crédito recoge una evolución dispar de ambos componentes. En el mes de octubre, se ha experimentado una suave caída del tipo negociado en el descuento, al tiempo que han descendido las peticiones de descuento denegadas. Los tipos aplicados a la concesión de pólizas de crédito han acusado, sin embargo, una elevación —según puede observarse en los gráficos de la última parte de este boletín— habiendo aumentado, al mismo tiempo, el volumen de peticiones de concesión de créditos y préstamos denegadas. Las previsiones sobre la evolución en el mes de diciembre de la demanda de crédito no señalan cambios de actitud en la tónica vigente en estos mercados, a pesar del aparente agotamiento del proceso de sustitución de financiación exterior por recursos internos de las entidades de crédito.

## El mercado de valores

Durante el mes de octubre el mercado de valores mostró una actividad elevada que tuvo reflejo en los volúmenes de fondos intercambiados en el mismo. Una vez más, sin embargo, fue muy diferente el panorama observable según mercados e instrumentos.

Si se atiende al mercado de fondos públicos, el Estado culminó en dicho mes la colocación de su emisión de bonos del Estado al 16 % y dos años de plazo, que constituye el mayor éxito de colocación y, seguramente, de diseño del instrumento por parte del emisor en los últimos años; aunque puede objetarse que tal éxito fue debido a la oferta de un tipo de interés innecesariamente elevado, como vendría a demostrar el enorme exceso de demanda sobre la oferta prevista inicialmente. En cualquier caso, una emisión de las características de la citada puede sentar un precedente positivo y ayudar, con el estudio de su comportamiento tanto en la emisión como posteriormente en los mercados secundarios, a resolver y profundizar en el estudio de cuestiones debatidas y de gran trascendencia para los mercados de valores en general. Entre éstas hay que destacar al menos, las dos siguientes. Por una parte, con esta deuda se dispondrá de un tipo de interés de referencia nítido y, por otra, como consecuencia de lo anterior se dispondrá de un elemento valioso para, con mayor conocimiento de causa, plantear la cuestión de la conveniencia o no de mantener la desgravación fiscal a la inversión en valores, al menos en su forma actual.

## 4. Rendimiento interno de obligaciones



La Comunidad Autónoma del País Vasco puso en oferta en el mes de octubre 4 m.m. que, al igual que viene sucediendo con las emisiones de Corporaciones Locales y, en general, con todas las que van dirigidas prioritariamente a las cajas de ahorros, encontró ciertas dificultades de colocación. El mercado basado en el coeficiente de fondos públicos sigue mostrando, en efecto, síntomas de congestión, y, a pesar de la administración cuidadosa del calendario de puesta en oferta de las emisiones, un volumen importante, alrededor de 35 m.m., permanece pendiente de colocación.

Otro mercado que se mostró expansivo es el de títulos bancarios de renta fija y, en particular, los hipotecarios, de los que se pusieron en oferta emisiones por importe de 16,5 m.m. en octubre. Este mercado de títulos hipotecarios representa la incorporación de las cajas de ahorros como demandantes de fondos a los mercados de títulos de renta fija en los que eran los principales oferentes. Se tiende con esto un nuevo puente entre mercados de valores y mercados de pasivos bancarios, lo que no puede sino repercutir en una integración acentuada y beneficiosa de los distintos mercados de activos financieros.

Los mercados de renta variable han mostrado una tónica débil, como corresponde a la escasamente favorable situación que refleja la evolución de las bolsas de comercio. La de Madrid, a través de su índice de cotización de acciones, mostró en octubre una cierta recuperación, continuada con menor fuerza en noviembre, que probablemente hay que atribuir a una corrección de los efectos que ejercieron sobre el mercado unas expectativas excesivamente pesimistas sobre la evolución de la política económica.

No obstante, en la primera quincena de diciembre, el índice experimentó una notable caída con lo que queda situado casi un 21 % por debajo del nivel de cierre de 1981.

Los tipos de interés han mostrado una evolución divergente según los plazos. Mientras los tipos a medio y largo plazo, representados respectivamente por el

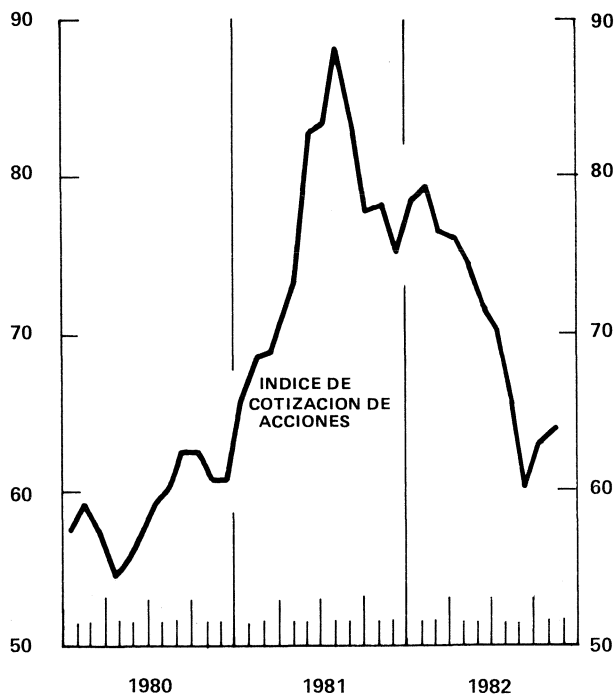
#### 6. Emisiones netas de valores a largo plazo

	ENE-OCT		OCT	
	1981	1982	1981	1982
<b>Administraciones públicas</b>	<b>45,7</b>	<b>145,4</b>	<b>1,8</b>	<b>83,7</b>
Estado (a)	19,6	110,5	-0,4	81,2
Administración autonómica y local	26,1	34,9	2,2	2,5
<b>Empresas</b>	<b>301,8</b>	<b>422,7</b>	<b>37,9</b>	<b>30,6</b>
Renta fija	233,7	348,0	33,1	30,2
Renta variable	68,1	74,7	4,8	0,4
Sociedades financieras	74,7	144,0	11,9	13,5
Acciones (c)	14,6	23,5	2,6	-
Bonos de caja (d)	47,6	113,2	4,0	19,2
Entidades oficiales de crédito	12,5	7,3	5,3	-5,7
Sociedades no financieras	227,1	278,7	26,0	17,1
Acciones	53,5	51,2	2,2	0,4
Obligaciones de empresas privadas (b)	146,7	188,6	21,9	14,8
Obligaciones de empresas públicas	26,9	38,9	1,9	1,9
<b>PRO MEMORIA:</b>				
Cédulas para inversiones	105,3	93,3	9,5	16,4
Acciones sin aportación de fondos	39,1	28,4	1,5	1,0
Sociedades financieras	16,6	13,5	1,0	1,1
Sociedades no financieras	22,5	14,9	0,5	-0,1

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

#### 5. Cotización de acciones

Datos a fin de mes



rendimiento interno de la deuda pública y de las obligaciones, mostraron una moderación de la subida o incluso caída —según la calidad del valor— en octubre y una caída general en noviembre, los tipos a corto plazo no han pasado de mostrar cierta estabilidad que en el caso de las letras a un año ha dado paso a una subida acusada en el último mes citado. En el mes de diciembre será difícil que los tipos no muestren una subida adicional, aunque la presión de los compradores con intención de desgravar fiscalmente puede provocar una caída transitoria de los tipos de los valores afectados a final de año.

22-XII-1982.

## Actividad, empleo, precios

A punto de terminar el año 1982, y tras una evolución a lo largo del mismo en la que las expectativas de recuperación en la economía mundial fueron revisándose a la baja, paralelamente a la confirmación de los retrocesos en todos los indicadores de actividad disponibles, puede afirmarse ya con certeza que los países industrializados asistieron, un año más, a la prolongación y agudización de la crisis. El punto de giro del ciclo descendente no se produjo, y, como consecuencia de ello, la evolución del paro empezó a adquirir tintes dramáticos, con cifras que, diez años atrás, no habrían despertado otra acogida que la de la incredulidad. Once millones de personas están en paro en la CEE, uno de cada diez europeos activos no encuentra empleo, en Estados Unidos la tasa de paro supera el 10 %, e incluso países como los nórdicos, que partían de niveles de bienestar excepcionalmente elevados, se han visto también duramente castigados por la crisis.

En estas condiciones, las relaciones internacionales se movieron en un clima progresivamente enrarecido, en el que las incertidumbres ligadas a acontecimientos políticos graves, el mantenimiento de unos tipos de interés elevados en EEUU –sostenidos por una política monetaria ajustada y unos déficit públicos importantes– y las preocupaciones subsiguientes ante la amenaza de un posible colapso financiero a escala internacional, mantuvieron los mercados de cambios distorsionados, con cotizaciones no alineadas de las principales divisas y un dólar que se mantuvo firme, pese al rápido deterioro de la balanza comercial americana. Además, el agravamiento de las cifras de paro y la inoperancia de las autoridades para lograr detener la destrucción de puestos de trabajo produjeron un importante deterioro en el terreno de las relaciones comerciales, con la puesta en práctica de múltiples barreras al libre comercio. La reciente conferencia del GATT en Ginebra, con una declaración final tibia y de compromiso, no es sino la confirmación de que el proteccionismo sigue afianzando posiciones.

Así, pues, la evolución de las economías europeas en la segunda mitad del año fue claramente negativa. Varias causas, ligadas al contexto internacional antes descrito, ayudan a explicar esta evolución. En primer lugar, y tal como se expuso en el Boletín Económico anterior, habría que citar la desaceleración de las exportaciones hacia los países de la OPEP y hacia el tercer mundo, y la debilidad creciente del consumo privado, que habían sido los componentes de la demanda que en los primeros meses del año permitieron alentar la esperanza de una recuperación. En segundo lugar, hay que considerar el retraimiento de la inversión productiva, núcleo central que está en la misma base de la crisis, que no sólo explica el mantenimiento prolongado de la



misma, sino que condiciona, además, cualquier posibilidad de recuperación futura mínimamente sostenida. Algunas reflexiones al respecto pueden ser de utilidad como punto de partida para enmarcar las perspectivas futuras del escenario mundial donde habrá de desenvolverse la economía española en los próximos años.

Durante 1982, y pese a los factores negativos implícitos en los párrafos anteriores, actuaron sobre las economías de buena parte de los países desarrollados elementos positivos favorecedores a priori de la inversión productiva. Así, el ritmo de crecimiento de los costes medios laborales se redujo de forma significativa; también los costes derivados del uso de materias primas y de la energía —del petróleo sobre todo— retrocedieron considerablemente; los tipos de interés, aunque todavía elevados, también descendieron sensiblemente respecto de los altos niveles de partida; y, además, las políticas fiscales de gasto público instrumentadas por las autoridades de casi todos los países se orientaron de forma decidida al apoyo de los planes de inversión empresariales. En estas condiciones, no parece aventurado suponer que los beneficios de las empresas debieron mejorar a lo largo del año, sin que, no obstante, la inversión productiva mostrara signo alguno de recuperación. Las causas de este retraimiento son, sin duda, complejas; si por una parte están ligadas a incertidumbres sobre el futuro, por otra están estrechamente relacionadas también con las experiencias de un pasado reciente que ha tenido que elevar la cuota de riesgo aplicada en el cálculo de la rentabilidad interna exigida a los proyectos disponibles. Así, los excesos de capacidad ociosa, como consecuencia de decisiones de inversión basadas en expectativas de recuperación de la demanda que resultaron poco firmes, constituyen el primer escollo para la recuperación de la inversión. Pero, además, las tensiones financieras, que alcanzaron en 1982 su punto más elevado, debieron producir también cambios importantes en los hábitos financieros, cuya influencia se prolongará en el tiempo. En efecto, si el aprendizaje de los prestamistas para defenderse de experiencias inflacionistas costosas se ha debido traducir en una elevación permanente del suelo de los tipos de interés, el aprendizaje de los prestatarios ante tensiones financieras como las del año 1982 se habrá plasmado en una actitud cautelosa a la hora de endeudarse; con un suelo más elevado también en el tipo de rendimiento exigido a los proyectos de inversión para cada posible nivel de los tipos de interés. No debe olvidarse que, paralelamente a las declaraciones de insolvencia de algunos gobiernos ante su endeudamiento exterior, en los sectores privados de numerosas economías desarrolladas se han producido quiebras de grandes empresas y bancarrotas de instituciones financieras aparentemente sólidas,

que, en el caso de Estados Unidos, por ejemplo, han afectado de forma dramática a sectores que en otros tiempos constituyeron los fundamentos sólidos de la industria americana más potente —automóviles, electrodomésticos, acero, textil, etc.—. En estas condiciones, si la hipótesis de recuperación de beneficios en las empresas, a medida que iba transcurriendo el año, fuese cierta, cabría esperar que los efectos inmediatos de la mejor situación del excedente empresarial se reflejaran, ante todo, en un saneamiento de las posiciones financieras, apareciendo así un nuevo retraso en su incidencia favorable sobre la inversión productiva.

Las anteriores consideraciones son importantes, porque si el horizonte probable para esperar que la economía mundial deje de caer ha tenido que desplazarse, ante la evidencia cierta de los datos ya disponibles al cierre de 1982, ello significa que las expectativas sobre el inicio de la recuperación propiamente dicha han de posponerse más todavía.

Sin embargo, y con las incertidumbres inherentes a todo pronóstico, lo cierto es que el clima de opinión a escala internacional se muestra generalizadamente optimista sobre el hecho de que la recuperación, aunque aplazada en su fecha prevista, aparece más segura. Los logros alcanzados en 1982 en la contención de la inflación, tanto en USA como en Europa —incluso Francia, después de un costoso año de euforia, parece que empieza a lograr algunos éxitos—, son tan espectaculares, que los riesgos de rebrote ante una posible política económica moderadamente expansiva son mucho menores ahora que los que existían a finales de 1981, cuando los modestos inicios de recuperación de las economías europeas se truncaron ante la firme postura del gobierno americano de no permitir un relanzamiento prematuro.

En resumen, unas hipótesis de partida razonables sobre las perspectivas de evolución de la economía mundial permiten esperar una prolongación de la recesión en 1983 y un posterior cambio de signo, con más posibilidades de que tenga lugar en 1984 que en la segunda mitad de 1983.

Desde el punto de vista de instrumentación de la política económica española para el próximo año, los pronósticos anteriores significan que los límites de actuación en cuanto al crecimiento —y, por tanto, al paro— seguirán siendo muy estrechos. Además, si el optimismo inherente a las predicciones de recuperación para 1984 se revelase acertado, el margen temporal para reducir los graves desequilibrios que mantienen a la economía española en mala situación para una eventual incorporación a la onda expansiva mundial

sería también muy limitado, sobre todo si se tienen en cuenta el agravamiento, en 1982, de la posición relativa española en cuanto a tasa de inflación y las tensiones de precios con que se comienza el año nuevo.

El desarrollo del proceso inflacionista español aparece así, nuevamente, como uno de los problemas más graves con que se enfrenta la economía española, que sigue perdiendo posiciones desde el punto de vista de su competitividad internacional, sin los beneficios de una expansión de la actividad significativamente destacada.

### 1. Indicadores de producción y actividad (\*)

Tasas de crecimiento				
	Indice 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	- 1,6 (b)	1,7 (c)	- 4,3 (b)	- 0,2 (b)
<b>1981 (a)</b>				
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	10,0	14,9
IV TR	- 2,7	- 11,0	- 19,0	19,1
<b>1982 (a)</b>				
I TR	2,8	5,8	- 3,0	- 9,0
II TR	- 3,3	9,0	0,0	- 8,5
III TR	- 13,5 (b)	10,1	34,0 (b)	- 0,5 (b)
IV TR	...	- 10,3 (c)	...	...

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a ritmo anual.

(b) Ultimo mes disponible: agosto.

(c) Ultimo mes disponible: noviembre.

FUENTE: INE, UNESA, OFICEMEN y CAMPSA.

### 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	- 1,6 (b)	- 0,4 (b)	- 9,4 (b)	- 0,9 (b)
<b>1981 (a)</b>				
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
<b>1982 (a)</b>				
I TR	2,8	- 1,2	29,9	- 9,9
II TR	- 3,3	13,6	- 38,4	4,0
III TR	- 13,5 (b)	- 16,9 (b)	- 38,3 (b)	- 12,1 (b)

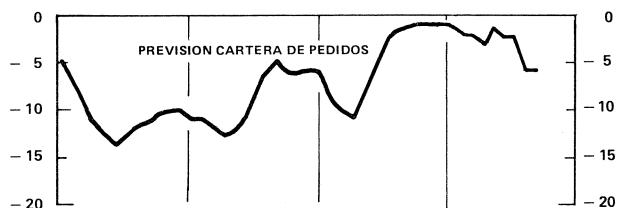
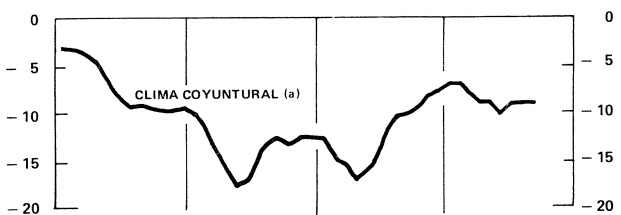
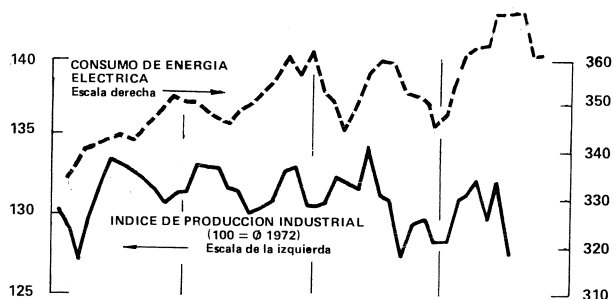
(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Ultimo mes disponible: agosto.

FUENTE: INE.

### 1. Indicadores derivados de las encuestas de opiniones e indice de producción industrial (\*)

(Medias móviles)

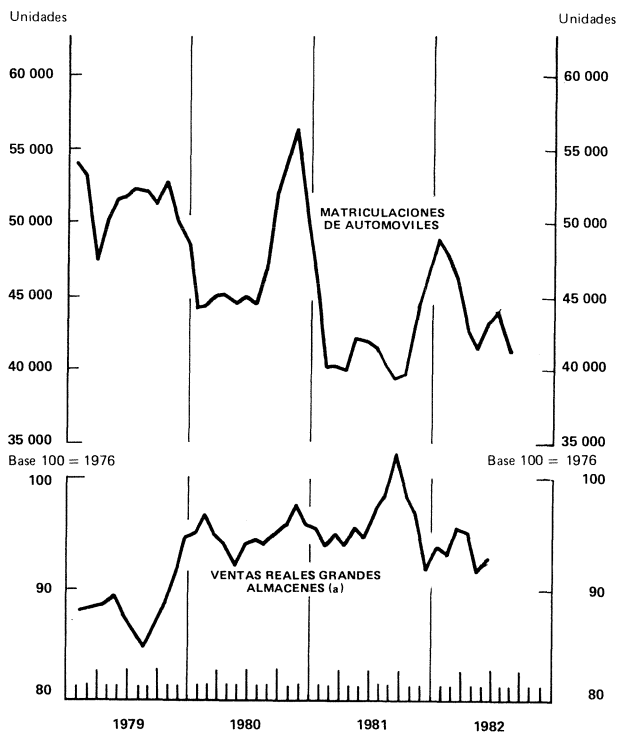


(a). Media de las variables "previsiones de producción para los próximos tres meses" y "nivel de existencias", esta última cambiada de signo. En los indicadores derivados de las encuestas se representa la diferencia entre los porcentajes de respuestas de signo opuesto.

Fuente: INE y Ministerio de Industria.

## 2. Indicadores de consumo privado (\*)

(Medias móviles)



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

En efecto, respecto a la producción interior, toda la información recibida desde que se publicó el anterior Boletín Económico anterior, —tanto la cuantitativa como la consistente en opiniones— no ha hecho sino confirmar las tendencias que ya se venían apuntando

desde meses atrás: deterioro en la producción industrial, debilidad en la construcción —que, pese a mostrar síntomas positivos respecto de 1981, tampoco logró despegar—, y contribución positiva del sector servicios. En la agricultura, debido a la desfavorable incidencia de las condiciones climatológicas en buena parte del año, se consiguió un crecimiento modesto y escasamente significativo desde el punto de vista de su aportación cuantitativa a la totalidad del producto interior.

Desde el lado de la demanda, la confirmación de la hipótesis adelantada en Boletines anteriores de un posible sostenimiento del consumo en la última parte del año —apoyado en unos salarios monetarios reforzados por la aplicación de la cláusula de salvaguarda del ANE— constituye la nota más destacada y la contrapartida positiva a la desaceleración de las exportaciones que se comenta en otro capítulo de este Boletín.

En cuanto a la inversión en bienes de equipo, respecto de la que la falta de información fidedigna constituye uno más de sus graves problemas, debió reflejar la problemática general comentada unos párrafos más atrás a propósito del conjunto de las economías de los países industrializados. En concreto, y por lo que a 1982 se refiere, la desaceleración de los costes medios del trabajo, la tendencia depresiva de los costes de materias primas y petróleo en los mercados internacionales —que, al menos, sirvió para moderar los efectos encañadores de la evolución del tipo de cambio— y una política de gasto público que desde años atrás venía siendo generosa en transferencias a las empresas, debieron ejercer algún efecto positivo sobre los excedentes empresariales —aunque, obviamente, bastante menor que en economías con una trayectoria de ajuste de costes a la baja más intensa y más dilatada en el tiempo—. En todo caso, la hipótesis antes mantenida a

## 3. Empleo y paro (\*)

Miles de personas

	Encuesta de población activa de 16 y más años					
	Porcentaje de paro 1=4/2	Población activa 2	Ocupada en sentido estricto 3	Parados totales 4=5+6	Con empleo anterior 5	Sin empleo anterior 6
<b>1981</b>						
I TR Ø	13,2	12.823	11.053	1.698	1.088	610
II TR Ø	14,0	12.855	10.967	1.806	1.163	643
III TR Ø	14,8	12.895	10.910	1.910	1.222	688
IV TR Ø	15,4	12.892	10.838	1.981	1.248	733
<b>1982</b>						
I TR Ø	15,6	12.914	10.831	2.012	1.250	762
II TR Ø	15,9	12.985	10.856	2.063	1.274	789
III TR Ø	16,7	13.020	10.771	2.171	1.359	812

FUENTE: INE.

#### 4. Población activa ocupada en sentido estricto por ramas de actividad y por categorías profesionales (\*):

Miles de personas

	1981				1982		
	I	II	III	IV	I	II	III
<b>Ramas de actividad:</b>							
Agricultura	2.028	1.988	1.971	1.943	1.918	1.914	1.934
Industria (b)	3.018	2.990	2.931	2.875	2.833	2.825	2.751
Construcción	959	930	935	944	941	940	922
Servicios (b)	5.040	5.049	5.087	5.080	5.135	5.169	5.183
<b>Categorías profesionales:</b>							
Sector público	1.543	1.524	1.540	1.533	1.577	1.594	1.621
Sector privado	9.497	9.422	9.388	9.321	9.241	9.244	9.175
Asalariados	6.176	6.147	6.108	6.074	6.046	6.033	5.956
Otros (a)	3.321	3.275	3.280	3.247	3.195	3.211	3.219

(a) Incluye los empresarios sin asalariados, trabajadores independientes, empresarios empleadores, ayuda familiar y otros.

(b) Serie no desestacionalizada.

FUENTE: INE.

propósito de otras economías, sobre el reflejo inicial de la mejora de excedente en las posiciones financieras empresariales antes que en la inversión productiva, adquiere pleno vigor en el caso de España, en donde las tensiones acumuladas por unas empresas con escasa capacidad de autofinanciación hacen ineludible, en la mayor parte de los casos, el saneamiento de sus balances como primer paso ante cualquier posible alivio en los beneficios obtenidos.

La evolución coyuntural desfavorable en la segunda parte del año se reflejó, como era de esperar, en el peor comportamiento del empleo. Aunque para el conjunto de 1982 la evolución fue menos negativa respecto del año precedente, los datos del tercer trimestre de la EPA supusieron un retroceso claro, respecto del trimestre anterior. Ya se ha repetido en varias ocasiones, en este Boletín, que el comportamiento del empleo se muestra cada vez más sensible a la evolución de la coyuntura, y los resultados de la EPA en el tercer trimestre confirman la hipótesis. Dejando aparte el sector agrícola —la población ocupada en la agricultura creció en el tercer trimestre—, la evolución de los sectores no agrícolas respondió, en líneas generales, al comportamiento de la actividad en la segunda parte del año: el empleo en los servicios registró un crecimiento positivo, apoyado, en buena medida, en el empleo del sector público; el de la construcción, aunque con retrocesos menores que en 1981, empeoró respecto del segundo trimestre; y el de la industria registró la caída más espectacular.

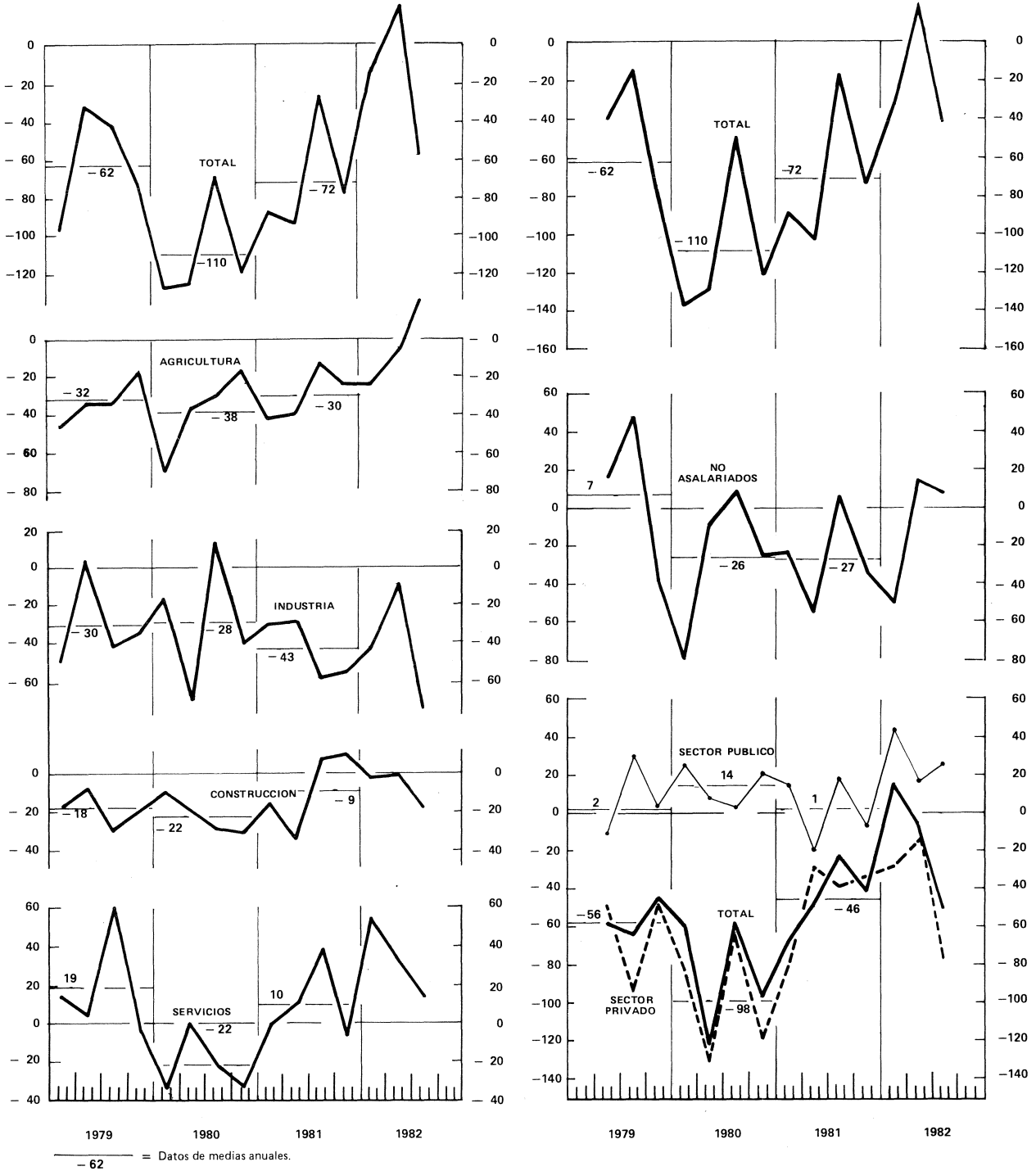
Sobre la evolución del proceso inflacionista a lo largo del año incidió una serie de factores de cierta complejidad. Los impulsos inflacionistas, que, procedentes del sector agrario y de algunos componentes de los servicios, se desarrollaron en la primera parte del año, fue-

ron perdiendo fuerza después, de forma que la tasa de inflación en los diez primeros meses llegó a ser inferior a la prevista poco antes. En este sentido, resulta relevante que la tasa de variación intertrimestral de la serie desestacionalizada de los precios al consumo del último trimestre disponible —el comprendido entre agosto y octubre—, en relación con el trimestre precedente, fuera, elevada a tasa anual, del 8,5 %. Hay que señalar que, detrás de este comportamiento, se esconden evoluciones muy distintas, que van desde los precios alimenticios y de los servicios —sectores que, al haber recibido directamente los impactos antes citados, fueron los de mayor desaceleración posterior— hasta el caso del componente de precios industriales del índice de precios al consumo, en el que, si se deduce la aportación de los precios energéticos —artificialmente estabilizados a lo largo del año—, se mostró una acusada resistencia a la desaceleración, apuntando, pues, al núcleo del proceso inflacionista de la economía española. Señalemos que este razonamiento es compatible con el hecho de que, en el promedio del año, los componentes alimenticios y de servicios mostraron un crecimiento interanual superior al de los productos industriales no energéticos.

La evolución hasta el mes de octubre, que previsiblemente se mantendrá en el mes de noviembre, confirma la hipótesis avanzada meses atrás, en este mismo Boletín, de que el desarrollo de la tasa de inflación en la primera parte del año no reflejaba las tendencias inflacionistas subyacentes en nuestra economía. Dichas tendencias, que se mantuvieron por debajo de la inflación evidenciada por el componente no alimenticio de los precios al consumo en los primeros meses del año, mostraron una gran rigidez a su contracción cuando el efecto de los componentes exógenos dejó de actuar,

### 3. Evolución del empleo (\*) (a)

(Variaciones en miles de personas)



(d). Los dos gráficos superiores deberían ser coincidentes, pero la desestacionalización por suma de componentes distintos introduce algunas distorsiones poco significativas.

## 5. Indicadores salariales

Tasa de crecimiento respecto al mismo período del año anterior

	Retribución por persona				Retribución media mensual por hora trabajada (b)
	Convenios colectivos (a)	Coste salarial en la construcción	Encuesta de salarios (b)	Salario agrícola	
1980 ∅	15,3	18,6	16,1	13,1	18,5
1981 ∅	13,2	15,1	15,5	11,9	19,1
1982 ∅	10,5 (c)	12,8 (c)	14,0 (c)	10,3 (d)	15,0 (c)
<b>1981</b>					
I TR ∅	13,7	16,6	16,6	10,3	22,6
II TR ∅	13,5	14,3	15,3	11,6	19,0
III TR ∅	12,2	15,0	16,6	13,4	18,9
IV TR ∅	11,2	14,5	13,7	12,2	16,2
<b>1982</b>					
I TR ∅	10,3	14,3	15,9	12,0	17,4
II TR ∅	10,5	12,8	13,7	10,5	14,0
III TR ∅	10,5 (c)	10,8 (c)	12,5 (c)	8,6	13,8 (c)

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

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

(c) Último mes disponible: agosto.

(d) Último mes disponible: septiembre.

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

## 6. 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 (b)	14,5		13,8		24,2		13,9	
1982 (b)	13,9		14,5		4,7		14,5	
	T <sub>3</sub>	Acumulado en el año	T <sub>3</sub>	Acumulado en el año	T <sub>3</sub>	Acumulado en el año	T <sub>3</sub>	Acumulado en el año
<b>1982</b>								
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
OCT	8,5	11,2	4,2	11,5	0,5	4,7	12,0	11,7

(a) Diciembre sobre diciembre.

(b) Octubre sobre octubre.

FUENTE: INE.

## 7. Índice de precios de consumo: España y la OCDE

Tasas de crecimiento

	Tasas anuales				Tasas mensuales			
	1980	1981	12 meses que acaban en OCT 1982	6 meses que acaban en OCT 1982	JUL	AGO	SEP	OCT
España	15,5	14,6	13,9	5,6	1,3	0,7	0,1	1,0
Total OCDE	12,9	10,6	7,2	3,6	0,4	0,4	0,6	0,5
OCDE - Europa	14,2	12,3	9,6	3,9	0,5	0,4	0,6	0,7
CEE	12,3	11,5	9,0	3,7	0,4	0,4	0,6	0,8

FUENTE: INE y OCDE.

manteniéndose en torno a un 13 % a lo largo de todo el año. Esta tasa, que, aproximadamente, se obtiene ponderando el crecimiento previsto para 1982 de los distintos componentes de costes que intervienen en la formación de los precios, coincide, también de forma aproximada, con la que se espera que alcancen en el año los precios al por mayor de los productos industriales y el componente de precios industriales del índice de precios al consumo, excluida la energía.

La depreciación en el tipo de cambio de la peseta y el encarecimiento de los productos energéticos acordados en el mes de diciembre supusieron un nuevo impulso al proceso inflacionista, que, si bien no afectará de modo apreciable a la tasa de crecimiento de los precios calculada en forma de media anual, sí lo hará si se calcula diciembre sobre diciembre.

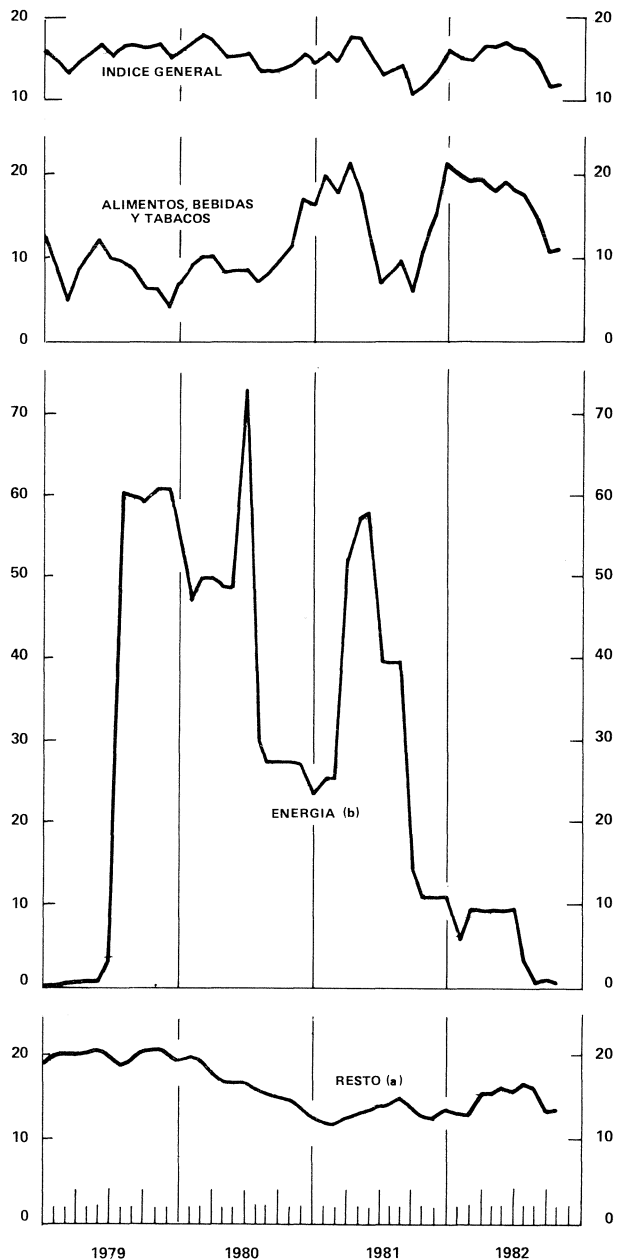
Resulta especialmente relevante el hecho de que los dos acontecimientos señalados —depreciación y elevación de precios de la energía— hayan ocurrido en el mes de diciembre. Los motivos son muy variados, y todos ellos agudizan las consecuencias previsibles. En primer lugar, el hecho ya citado de la incidencia sobre la tasa de inflación diciembre-diciembre tiene unos efectos especialmente importantes para la negociación salarial, que se verá afectada por ello. En relación con esto, hay que añadir que, al estar especialmente agudizadas las expectativas, tanto de depreciación del tipo de cambio como de encarecimiento de los productos energéticos, se facilitará la rapidez con la que sus efectos se propagan por toda la economía. Por tanto, el mes de enero —mes también importante para las negociaciones salariales de primeros de año— mostrará igualmente un crecimiento elevado en la tasa de inflación.

Además de lo señalado en el párrafo anterior, la coincidencia de estos acontecimientos en el último mes del año tiene otras connotaciones igualmente preocupantes. Diciembre es un mes en el que la demanda de consumo muestra un crecimiento estacional, que este año se verá acrecentado por el efecto que sobre la misma ejercerán las rentas salariales derivadas de la aplicación del Acuerdo Nacional de Empleo, por lo que la agudización del proceso inflacionista que padece la economía española en el paso de un año a otro se verá gravemente acentuada.

Parece lógico pensar que este nuevo impulso inflacionista que ha recibido nuestra economía afectará a la inflación subyacente a la que antes se hacía referencia, ya que los mecanismos que lo han desencadenado incidirán sobre la formación de los costes futuros, tanto salariales como derivados de los inputs importados. Por tanto, si ya la tasa de inflación básica de nuestra economía se encontraba alejada de la que los países

#### 4. 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.

industrializados habían alcanzado al finalizar el año 1982, el diferencial se habrá agudizado peligrosamente tras este nuevo impacto.

22-XII-1982.

# Sector público

## Ejecución presupuestaria del Estado en el período enero-octubre

Las reducciones observadas en agosto y septiembre en el déficit de las operaciones no financieras del conjunto integrado por el Estado y algunas Comunidades Autónomas se han compensado con el aumento registrado en octubre, de modo que, al finalizar este mes, el déficit estimado se cifra en 730,4 m.m. (594,5 m.m. hasta octubre de 1981), magnitud equivalente al déficit registrado hasta julio. De dicho déficit, 182,2 m.m. se atribuyen a las operaciones extrapresupuestarias, y el resto -548,2 m.m.- es el saldo estimado de las operaciones presupuestarias en sentido estricto. Este saldo

### 1. Estado. Ingresos y pagos realizados no financieros

m.m.

	ENE-OCT	
	1982	1981
<b>Saldo de las operaciones no financieras (a)</b>	<b>- 730,4</b>	<b>- 594,5</b>
Presupuesto	- 548,2	- 387,6
Ingresos no financieros (b)	2.182,1	1.762,1
Pagos no financieros (c)	-2.730,3	-2.149,6
Residuos ejercicios cerrados	- 76,3	- 72,6
Secciones adicionales	- 25,2	2,5
Corporaciones Locales	- 55,5	- 61,4
Operaciones de Tesorería (d)	- 25,1	- 75,4
<b>Financiación</b>	<b>730,4</b>	<b>594,5</b>
Banco de España	704,4	599,6
Emisiones brutas	121,6	30,5
Préstamos del exterior brutos	94,5	45,6
(-) Amortizaciones préstamos y deuda (e)	- 34,1	- 25,6
Otras formas de financiación (f)	- 156,0	- 55,6

- (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.



ha experimentado un aumento de 123,7 m.m. entre septiembre y octubre, al producirse en este último mes unos aumentos de los ingresos y de los pagos realizados de 146,5 y 270,2 m.m., respectivamente, que representan unas variaciones del -23,7 % y del 16,8 %, en relación con el mismo mes de 1981. Al finalizar octubre, el crecimiento de los ingresos no financieros en el año era del 23,8 %, por lo que se ha registrado una desaceleración acusada respecto del crecimiento hasta septiembre (29,7 %), en tanto que el incremento de los pagos realizados era del 27,0 %, tasa que refleja también una desaceleración, aunque moderada, con respecto al aumento hasta septiembre (28,3 %). Como más adelante se expondrá, el comportamiento de los ingresos en octubre ha sido muy irregular, mientras que la evolución de los pagos responde a la desaceleración previsible, de acuerdo con las diferencias que se venían observando entre el crecimiento de los créditos presupuestados y el de los pagos realizados. (Ver cuadro 1).

Por lo que se refiere a la financiación del déficit global, el incremento en octubre no ha tenido repercusiones dignas de mención en el recurso del Tesoro al Banco de España, cuya variación en los diez primeros meses del año es de 704,4 m.m. (688,6 m.m. hasta septiembre). Tampoco han mostrado cambios los ingresos por préstamos exteriores y las amortizaciones de préstamos y deuda. Por el contrario, las emisiones brutas han registrado una modificación importante, al pasar de 40,0 m.m. a 121,6 m.m. entre septiembre y octubre. Del mismo modo, la partida de «otras formas de financiación» ha pasado de -215,6 m.m. en septiembre a -156,0 m.m. en octubre, a pesar de que, en octubre, el saldo entre emisiones de cédulas y dotaciones al crédito oficial ha sido positivo por 11,5 m.m. (Como se ha reiterado en informes anteriores, esa partida refleja también los ajustes contables debidos a la relación entre el Estado y algunas Comunidades Autónomas, al estar los ingresos del cuadro 1 consolidados, en tanto que los pagos se refieren únicamente a los realizados por el Estado, lo que introduce una subestimación de los mismos).

La reducción del 23,7 % entre los ingresos de octubre de 1981 y octubre de 1982 ha introducido algunas modificaciones apreciables en los que se habían destacado hasta ahora como rasgos de la evolución de dicha variable. La reducción no afecta a los impuestos directos globales: repercute, sobre todo, en los impuestos indirectos y en las tasas, con lo que la evolución positiva de estos impuestos queda amortiguada, en tanto que la evolución desfavorable de las tasas se refuerza. (Ver cuadro 2).

## 2. Estado. Ingresos presupuestarios

	ENE-OCT		m.m. y %
	1982	1981	Tasa de crecimiento 1982/81
	<b>Total ingresos realizados (a)</b>	<b>2.400,5</b>	<b>1.843,3</b>
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>2.182,1</b>	<b>1.762,1</b>	<b>23,8</b>
<b>Impuestos</b>	<b>1.859,6</b>	<b>1.598,0</b>	<b>16,4</b>
Directos	954,5	861,9	10,7
Sobre la renta de las personas físicas (b)	720,2	661,5	8,9
Retenciones sobre rentas trabajo personal	572,7	522,4	9,6
Retenciones sobre rentas del capital	81,9	59,9	36,7
Cuota diferencial	52,7	65,6	-19,6
Otros	13,00	13,6	-4,7
Sobre la renta de sociedades (c)	200,3	172,3	16,2
Retenciones sobre rentas del capital	81,9	59,9	36,7
Impuesto sobre sociedades	118,4	112,4	5,4
Otros	0,0	0,0	26,1
Sobre sucesiones	16,0	14,8	8,1
Sobre patrimonio	18,0	13,3	35,2
Indirectos	905,2	736,2	23,0
Lujo y especiales	335,4	310,7	8,0
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	119,3	103,9	14,8
Tráfico de empresas	224,2	149,4	50,1
Aduanas	202,6	150,0	35,1
Monopolios	23,7	22,2	6,8
Tasas	117,6	117,9	-0,3
Otros ingresos no financieros	204,9	46,1	-
<b>Ingresos financieros (d)</b>	<b>218,5</b>	<b>81,2</b>	<b>169,0</b>
PRO MEMORIA:			
<b>Ingresos presupuestarios sin excluir pagos por desgravación fiscal a la exportación</b>			
<b>Total ingresos realizados</b>	<b>2.572,3</b>	<b>1.992,8</b>	<b>29,1</b>
<b>Ingresos no financieros</b>	<b>2.353,8</b>	<b>1.911,6</b>	<b>23,1</b>
<b>Impuestos</b>	<b>2.031,4</b>	<b>1.747,6</b>	<b>16,2</b>
Indirectos	1.076,9	885,7	21,6
Lujo y especiales	359,9	332,2	8,3
Tráfico de empresas	308,5	219,5	40,6
Aduanas	265,5	207,9	27,7

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

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Para el conjunto de los diez primeros meses del año, los impuestos directos han crecido en un 10,7 %

(11,3 % hasta septiembre), confirmándose, por tanto, la desviación negativa entre las previsiones y la recaudación efectiva. Los que gravan la renta de las familias han aumentado hasta octubre en un 8,9 %, y los que gravan la renta de sociedades, en un 16,2 %. Tanto en un caso como en otro, se resalta la positiva trayectoria de las retenciones sobre rentas de capital, con un aumento del 36,7 %, mientras que las cuotas diferenciales han disminuido en un 4,7 % en la renta de familias (por la incidencia de mayores devoluciones) y han crecido en un moderado 5,4 % en la renta de sociedades. Las retenciones por rentas del trabajo mantienen su crecimiento en torno al 9,5 %, mostrando que, hasta el momento, el previsible efecto recaudatorio de la revisión semestral de los salarios aún no se ha reflejado en ellas. En otros impuestos directos, los crecimientos del 8,1 % en el impuesto sobre sucesiones y del 35,2 % en el impuesto sobre el patrimonio hacen que se mantengan sin variación significativa las tasas observadas hasta septiembre.

La disminución en un 14,2 % entre los impuestos indirectos de octubre de 1981 y de octubre de 1982 ha reducido desde un 28,4 % el crecimiento hasta septiembre a un 23,0 % el crecimiento hasta octubre. O mejor, considerando estos impuestos sin deducciones a la desgravación fiscal a la exportación, desde un 25,6 % a un 21,6 %, respectivamente. Esta última tasa supera sólo en décimas la previsión resultante de comparar el presupuesto de 1982 con la recaudación efectiva de 1981. Ateniéndose, pues, a las cifras hasta octubre, cabría descartar la opinión que se ha expresado en anteriores boletines sobre la evolución favorable y desviada al alza con respecto a las previsiones de los impuestos indirectos. No obstante, parecen existir suficientes factores de irregularidad en lo acontecido en octubre, para no corregir drásticamente dicha opinión, sin perjuicio de que las cifras de octubre, inevitablemente, la matizan. Comparando las cifras de recaudación brutas (ver pro memoria del cuadro 2), se observan discrepancias acusadas entre la evolución de los distintos impuestos indirectos. El ITE sigue mostrando un fuerte crecimiento: 40,6 % (51,6 % hasta septiembre), valoración que también cabe sostener en el caso de los derechos aduaneros con un crecimiento del 27,7 % (29,3 % hasta septiembre). El resto de los impuestos indirectos ofrece tasas más moderadas, como el 14,8 % de transmisiones patrimoniales, el 8,3 % de lujo y especiales, y el 6,8 % de la renta de monopolios. En estos últimos, toda la recaudación es imputable al monopolio de tabacos. El crecimiento bajo de los impuestos de lujo y especiales está determinado, en buena medida, por la reducción de los ingresos derivados del consumo de productos petrolíferos.

En el resto de los ingresos no financieros, las tasas ofrecen un estancamiento en la recaudación de los diez primeros meses del año, en contraste con una previsión de un alto crecimiento, siendo muy acusada la diferencia entre lo recaudado en 1981 y 1982 por «otros ingresos», lo que se debe, según se expuso en el informe del mes anterior, a una contabilización anticipada de los beneficios del Banco de España en el capítulo de ingresos patrimoniales.

Pasando al examen de los pagos no financieros del Estado, ya se ha señalado la desaceleración habida entre los pagos realizados hasta septiembre y octubre, hecho que también se pone de manifiesto, aunque con menos intensidad, en el caso de los pagos ordenados. (Ver cuadro 3). Estas desaceleraciones cierran ligeramente las diferencias que se venían observando entre los crecimientos de los créditos presupuestados, que hasta octubre han aumentado en un 24,0 %, y los de los pagos ordenados y realizados correspondientes al ejercicio corriente, el 28,0 % y 26,9 %, respectivamente, hasta octubre. Con estos datos, se puede afirmar que la ejecución presupuestaria discurre más rápidamente en 1982 que en 1981, representando los pagos ordenados en este año, hasta octubre, el 76,16 % de los créditos presupuestados, mientras que en 1982 ese porcentaje es del 78,26 %. No obstante, es preciso matizar esa afirmación, por cuanto el ritmo más vivo de ejecución no afecta a todas las partidas del gasto. Se aprecia en las transferencias corrientes y de capital, lo que debe relacionarse con la redistribución interna del gasto, desde la perspectiva del Estado, por la creciente transmisión de competencias a las Comunidades Autónomas. También se observa en las compras de bienes y servicios y en el capítulo de intereses, pero, en cambio, cabe apuntar un retraso de ejecución con respecto a 1981 en las remuneraciones de personal y en la inversión realizada por el Estado. Este aspecto del ritmo de ejecución otorga a las autoridades fiscales un margen de maniobra en la presentación y liquidación del ejercicio presupuestario.

En el campo de las ampliaciones de créditos, también existe determinada discrecionalidad para cerrar el ejercicio. Hasta octubre, las ampliaciones para operaciones no financieras han representado 281,2 m.m., equivalentes al 8,1 % de los créditos iniciales. Dicha cantidad se descompone en 128,3 m.m. para los gastos corrientes (principalmente para transferencias corrientes) y en 152,9 m.m. para los gastos de capital, que representan el 4,9 % y el 18,5 %, respectivamente, de los créditos iniciales para cada tipo de estos gastos. Resulta de ello que las ampliaciones durante el año han modificado a favor de los gastos de capital la distribución inicial del presupuesto, arrojando los créditos presupuestados

### 3. Estado. Pagos ordenados y realizados (a)

m.m. y %

	ENE - OCT						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			
<b>TOTAL DE PAGOS ORDENADOS</b>	<b>2.969,9</b>	<b>2.742,2</b>	<b>227,7</b>	<b>2.336,9</b>	<b>2.139,4</b>	<b>197,5</b>	<b>27,1</b>	<b>28,2</b>	<b>15,3</b>
<b>No financieros</b>	<b>2.524,4</b>	<b>2.705,1</b>	<b>219,3</b>	<b>2.299,2</b>	<b>2.112,8</b>	<b>186,4</b>	<b>27,2</b>	<b>28,0</b>	<b>17,6</b>
Pagos corrientes	2.243,3	2.131,1	112,1	1.776,2	1.653,1	123,1	26,3	28,9	- 8,9
Remuneraciones del personal	889,2	836,4	32,8	824,2	781,6	42,5	5,5	7,0	-22,9
Activos	708,9	687,1	21,7	651,1	631,7	19,4	8,9	8,8	12,1
Clases pasivas	150,3	149,2	11,0	173,0	149,9	23,1	-7,4	0,4	-52,2
Compras de bienes y servicios	123,4	100,0	23,4	100,1	79,8	20,3	23,3	25,3	15,1
Intereses	68,2	51,0	17,2	20,5	5,7	14,7	-	-	16,9
Transferencias corrientes (b)	1.182,5	1.143,7	38,8	831,5	785,9	45,6	42,2	45,5	-14,9
Pagos de capital	681,1	574,0	107,2	523,0	459,7	63,3	30,2	24,9	69,2
Inversión real	226,7	165,1	61,6	177,7	137,0	40,7	27,6	20,6	51,2
Transferencias de capital (c)	454,4	408,8	45,6	345,3	322,7	22,6	31,6	26,7	101,7
<b>Financieros</b>	<b>45,5</b>	<b>37,1</b>	<b>8,4</b>	<b>37,7</b>	<b>26,6</b>	<b>11,1</b>	<b>20,8</b>	<b>39,6</b>	<b>-24,4</b>
Variación de activos financieros	11,4	11,2	0,2	12,1	11,7	0,3	-	-	-
Variación de pasivos financieros	34,1	25,9	8,2	25,6	14,9	10,8	-	-	-
<b>Libramientos pendientes de pago (-)</b>	<b>194,1</b>	<b>249,6</b>	<b>-55,5</b>	<b>149,6</b>	<b>178,1</b>	<b>-28,5</b>	-	-	-
<b>TOTAL DE PAGOS REALIZADOS</b>	<b>2.675,8</b>	<b>2.492,6</b>	<b>283,2</b>	<b>2.187,3</b>	<b>1.961,3</b>	<b>226,0</b>	<b>26,9</b>	<b>27,1</b>	<b>25,3</b>
No financieros (d)	2.730,3	2.455,5	274,8	2.149,6	1.934,7	214,9	27,0	26,9	27,9
Financieros (e)	45,5	37,1	8,4	37,7	26,6	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.

totales, hasta octubre, unos crecimientos del 21,3 % para los gastos corrientes y del 32,1 % para los gastos de capital. Respecto a estos últimos, cabe recordar los 50.000 millones que se aprobaron en la primavera para forzar el cumplimiento del ANE en lo concerniente al mantenimiento del nivel de empleo.

Ateniéndose al cuadro 3 sobre la evolución de los pagos ordenados por categorías económicas, el 27,2 % de incremento de los no financieros hasta octubre se desglosa en unos aumentos del 26,3 % para los gastos corrientes y del 30,2 % para los gastos de capital. En aquellos, se incrementan muy moderadamente las remuneraciones de personal (5,5 %), si bien las retribuciones del personal activo crecen en un 8,9 %, registrándose una disminución del 7,4 % en los pagos por clases pasivas, que tiene parcialmente su explicación en la imputación, en 1982, de las pensiones de la guerra civil al capítulo de transferencias corrientes. El crecimiento de éstas es bastante fuerte (el 42,2 %), por la razón anterior y por los efectos de las transmisiones de competencias a los entes autonómicos. Las compras de bienes y servicios han crecido en un 23,3 %, resultando muy intenso el aumento de los pagos de intereses, lo que, aparte de las razones del mayor endeuda-

miento y de los tipos de interés más elevados, refleja asimetrías de calendario. En los pagos de capital, el aumento se desglosa en unos incrementos del 27,6 % para las inversiones directas y del 31,6 % de las transferencias de capital: una diferencia de sentido contrario a la que resulta de comparar los incrementos hasta octubre de los créditos presupuestados (38,3 % y 28,2 %, respectivamente), que se deriva del desigual ritmo de ejecución al que se ha hecho referencia anteriormente.

Pese a lo avanzado del año, resulta muy problemático hacer predicciones sobre el conjunto del ejercicio, por cuanto existen elementos de incertidumbre diversos, cuya entidad abre un amplio espectro en los resultados posibles de los ingresos y los pagos, y, en consecuencia, en la magnitud del déficit del Estado en 1982.

22-XII-1982.

# Sector exterior

## La balanza de pagos por cuenta corriente

Con la publicación por la Dirección General de Aduanas de las cifras sobre el comercio exterior de los meses de agosto y septiembre, se dispone ya de la información correspondiente a los tres primeros trimestres del año. Los datos del registro de caja cubren también los resultados del mes de octubre.

La evolución de las series sobre el comercio exterior del tercer trimestre del año ha estado sometida a intensas fluctuaciones –especialmente acusadas en el caso de las exportaciones–, que se deben, sin duda, a alteraciones en los componentes estacionales, como ya venía observándose en años anteriores. La problemática que para el análisis a corto plazo plantea la consideración de series con tan difícil estacionalidad como las aquí tratadas hace que la incertidumbre sobre sus valores futuros se acreciente, ya que estos han de preverse desde la observación de series originales o desde series desestacionalizadas de forma poco apropiada. Los estudios en curso sobre esta materia facilitarán de forma apreciable el análisis de la coyuntura del sector exterior. Mientras tanto, parece evidente que carece de sentido inferir conclusiones del estudio de los datos de un solo mes y que las consideraciones de agregados temporales más amplios producirá resultados menos distorsionados.

### 1. Evolución del comercio exterior

Exportaciones

Millones de pesetas

	ENE - SEP acumulado		Porcentaje de variación acumulado
	1982	1981	
<b>Productos energéticos</b>	<b>113.061</b>	<b>71.361</b>	<b>58,4</b>
<b>Productos no energéticos</b>	<b>1.473.477</b>	<b>1.258.565</b>	<b>17,1</b>
Productos del reino animal	22.304	24.938	-10,6
Productos vegetales y grasas	141.255	144.941	- 2,5
Industrias alimenticias	90.755	77.669	16,8
Minerales no energéticos	54.323	46.095	17,9
Productos químicos	100.964	85.522	18,1
Otras materias primas y semimanufacturas	169.892	143.524	18,4
Productos textiles	73.557	67.569	8,9
Calzado	47.668	39.984	19,2
Metales y productos metálicos	252.543	205.290	23,0
Maquinaria	207.887	171.787	21,0
Material de transporte	217.586	163.396	33,2
a) Terrestre	168.170	128.250	31,1
b) Marítimo	33.380	20.785	60,6
Otros productos no energéticos	94.743	87.850	7,8
<b>Exportaciones totales</b>	<b>1.586.538</b>	<b>1.329.926</b>	<b>19,3</b>

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

La exportación de mercancías en el tercer trimestre de 1982 ha sido de 523,3 m.m. (4.667,3 millones de dólares), lo que ha supuesto una variación – en cifras originales y sin elevar a tasa anual– del 1,7 % (–4,1 %) con respecto al trimestre precedente. En relación con el mismo trimestre de 1981, las tasas de variación anteriores fueron: 6,7 %, en pesetas, y –6,8 %, en dólares. De continuar la tendencia que la serie de exportaciones viene mostrando en los últimos meses –desaceleración, pero menos acusada de lo que en algunos momentos ha podido pensarse–, para el conjunto del año podría alcanzarse un valor próximo a los 19.800 millones de dólares: un 2,5 %, aproximadamente, menos que en el año anterior. Un supuesto razonable sobre el comportamiento de los precios de exportación –crecimiento en torno al 13 % en pesetas, que supone un –5,0 % en dólares– daría como resultado un crecimiento medio anual real en 1982, con respecto al año 1981, del 2,5 %.

En cuanto a las importaciones de productos energéticos, las compras de petróleo crudo en el primer semestre de 1982 fueron de 20,7 millones de toneladas; en el tercer trimestre se adquirieron 9,7 millones y para el cuarto trimestre se ha previsto una importación de 10,4 millones, completando así un total anual que resulta inferior en un 11 % al del año pasado. Para el conjunto de la energía, la tasa real prevista para el año pasa a ser del –8,5 %, ya que el carbón y los derivados del petró-

leo están experimentando importantes crecimientos de volumen.

En el período enero-septiembre, el valor unitario medio del crudo ha sido de 32,5 dólares-barril, esperándose un valor unitario medio anual de 32 dólares-barril (un 5,5 % por debajo del alcanzado en 1981). Para el total de importaciones energéticas, el deflactor previsto, en dólares, es un 4,5 % inferior al del año precedente, por lo que la tasa de variación en dólares corrientes entre los dos años considerados sería del –12,4 %.

Las importaciones de productos no energéticos en el tercer trimestre de 1982 fueron de 469,7 m.m. (4.187,4 millones de dólares): un 15,5 % inferiores a los del trimestre precedente (un –20,2 %, en dólares). Con respecto al mismo trimestre del año pasado, las tasas anteriores fueron del 11,4 % (–2,8 %). Suponiendo que, ante la pérdida de ritmo de la demanda interior a lo largo del año, las importaciones continúen desacelerándose, para el total del mismo se podría alcanzar una cifra de importaciones no energéticas de unos 18.750 millones de dólares: un 1,2 % superior a la del año pasado. Si, de acuerdo con el comportamiento de los precios de los productos no energéticos en los mercados mundiales, el deflactor en dólares aplicado a la cifra anterior diera una tasa de variación del –2,8 %, la tasa real resultante en 1982 sería del 4,1 %.

En los cuadros adjuntos se recoge la información por grupos económicos cuyas principales características han sido señaladas en boletines anteriores y que, en líneas generales, no han sido alteradas por los últimos datos.

## 2. Evolución del comercio exterior

Importaciones  
Millones de pesetas

	ENE - SEP acumulado		Porcen- taje de variación acumu- lado
	1982	1981	
<b>Productos energéticos</b>	<b>963.737</b>	<b>910.321</b>	<b>5,9</b>
Carbón	42.294	33.859	24,9
Crudos de petróleo	774.000	767.758	0,8
Derivados del petróleo	85.320	50.053	70,5
<b>Productos no energéticos</b>	<b>1.499.981</b>	<b>1.217.347</b>	<b>23,2</b>
Productos del reino animal	56.427	46.138	22,3
Productos vegetales y grasas	198.557	156.938	26,5
Industrias alimenticias	56.200	41.912	34,1
Minerales no energéticos	54.198	52.912	2,4
Productos químicos	166.880	152.478	9,4
Otras materias primas y semimanufacturas	144.308	122.914	17,4
Productos textiles	57.509	46.821	22,8
Metales y productos metálicos	157.123	121.742	29,1
Maquinaria	327.817	255.883	28,1
Material de transporte	120.942	98.927	22,3
d) Terrestre	84.690	56.676	49,4
e) Aéreo	30.170	37.682	–19,9
Otros productos no energéticos	160.020	120.582	32,7
<b>Importaciones totales</b>	<b>2.463.718</b>	<b>2.127.668</b>	<b>15,8</b>

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

## 3. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta corriente

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-OCT	
	1982	1981
<b>Mercancías</b>	<b>–8.815,4</b>	<b>–9.511,9</b>
<b>Servicios</b>	<b>3.476,7</b>	<b>3.648,7</b>
Turismo y viajes	5.339,5	4.923,3
Fletes, seguros y transportes	1.030,3	932,3
Rentas de inversión	–1.889,4	–1.692,8
Otros servicios	–1.003,7	–514,1
<b>Transferencias</b>	<b>1.268,0</b>	<b>1.431,5</b>
<b>Balanza corriente</b>	<b>–4.070,7</b>	<b>–4.431,7</b>

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

La evolución de las balanzas de servicios y transferencias en términos de caja registró en el mes de septiembre, y con mayor intensidad en el de octubre, un cambio notable con respecto a la pauta que venían marcando los meses precedentes. En estos dos últimos meses la balanza de servicios arrojó saldos en dólares inferiores a los del mismo mes del año anterior, debido, sin duda, a movimientos especulativos de adelantos y retrados en pagos e ingresos que las cifras del mes de diciembre deben corregir. En este sentido, no hay motivo para variar la previsión que sobre servicios y transferencias se realizó meses atrás y que arrojaba un saldo positivo conjunto de 5.180 millones de dólares: unos 100 millones superior al del año precedente. Igualmente, la previsión de la balanza por cuenta corriente en términos de transacciones para 1982 apunta hacia un déficit en torno a los 4.000 millones de dólares: casi mil millones menos que en el año 1981.

## La balanza de pagos por cuenta de capital

Hasta el mes de septiembre, la evolución de la balanza de pagos durante 1982 vino caracterizándose, a la vez, por una reducción significativa —próxima a los 1.000 millones de dólares— de las necesidades de financiación de la cuenta corriente y por una caída en los ingresos netos de capital a largo plazo, que supuso un descenso —muy superior— de la disponibilidad misma de financiación en la cuenta de capital. Esta evolución condujo a una casi continua e importante pérdida de reservas centrales, cuyo valor acumulado, hasta septiembre de 1982, era de 1.965,7 millones de dólares.

La anterior situación desembocó, en octubre de 1982, en otra, en la que, además de persistir la mencionada reducción de los ingresos netos de capital a largo plazo, se añadieron elementos nuevos. Se adelantaron de forma visible los pagos exteriores corrientes y se retrasaron los cobros, según hace patente el marcado incremento sobre los meses anteriores del déficit de caja por cuenta corriente del mes de octubre. Al mismo tiempo, se incrementaron en dicho mes las salidas netas de divisas recogidas en el epígrafe de instituciones bancarias al ampliar la banca delegada su posición de divisas y descender el importe de los saldos en cuentas de pesetas convertibles. Al desequilibrio de pagos así provocado, hubo de responder el Banco de España vendiendo, durante el mencionado mes, en el mercado de cambios, 1.322,4 millones de dólares procedentes de sus reservas centrales.

## 4. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta de capital

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - OCT	
	1982	1981
Balanza por cuenta corriente	-4.070,7	-4.431,7
Capital a largo plazo	1.107,4	4.030,9
Capital a corto plazo	98,8	228,1
Instituciones bancarias	- 550,4	- 42,5
Variación reservas centrales	3.288,1	154,7
D.E.G. asignados	-	72,5
Financiación F.M.I. (b)	- 148,5	- 43,4
Desfases contables	762,2	331,0
Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	- 486,9	- 299,6

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

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

En consecuencia, la pérdida de reservas centrales acumulada entre los meses de enero y octubre de 1982 fue de 3.288,1 millones de dólares (1). Es de notar, sin embargo, que la caída de reservas totales se reduce a 2.853,0 millones, al incluirse la posición en divisas de la banca delegada. Por lo demás, la balanza de pagos, en los diez primeros meses de 1982, queda configurada en los datos acumulados del cuadro 4. A destacar: un déficit de caja por cuenta corriente de 4.070,7 millones de dólares —que, a diferencia de lo ocurrido hasta septiembre, llegó a aproximarse al registrado en igual período de 1981, como consecuencia, presumiblemente, de los adelantos de pagos y retrasos de cobros ya mencionados— y, en contraposición, unos ingresos netos de divisas por operaciones de capital que tan sólo totalizaron 782,6 millones de dólares, frente a 4.277 millones en igual período de 1981.

Causa primordial de este marcado descenso en los ingresos netos de capital fue el comportamiento —proseguido durante todo el período— de los créditos exteriores directos a largo plazo contraídos y otorgados por el sector privado. En términos netos —ver cuadro 5—, los primeros descendieron, durante los diez primeros meses de 1982, a 617,9 millones de dólares, frente a un importe de 2.545,6 millones en idéntico período de 1981; los segundos, por su parte, se incrementaron desde un volumen de 510,8 millones de dólares a otro de 1.243,3 millones entre los referidos períodos de 1981 y 1982. Ello originó un hecho insólito: que el sector

(1) Esta cifra no incluye un descenso adicional de 686,5 millones de dólares, imputable a los cambios operados en la valoración de las tenencias de oro del Banco de España desde el final del año 1981.

privado español, por lo que a créditos a largo plazo se refiere, se tornase prestamista neto.

Factores explicativos del fenómeno anterior —particulares unos y más generales otros— han sido reiteradamente expuestos en anteriores ediciones de este boletín. El crecimiento de los créditos otorgados al exterior, donde predominan los comerciales, no fue, en parte, sino el reverso del crecimiento de las exportaciones o su condición. Por lo que se refiere a los créditos recibidos del exterior, es notorio que, en el período examinado, por primera vez se pudo sustituirlos por otros en pesetas en el recientemente creado mercado interior de créditos sindicados a tipos de interés variable. De forma general, sin embargo, no cabe hallar las causas sino en el coste relativo esperado del crédito en pesetas y en moneda extranjera. Y aquí conviene recordar el descenso de los tipos de interés españoles durante el primer semestre de 1982 y la evolución cambiaria de la peseta a lo largo de todo el período.

## 5. Balanza de pagos (a)

Detalle capital a largo plazo

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-OCT	
	1982	1981
<b>Capital a largo plazo</b>	<b>1.107,4</b>	<b>4.030,9</b>
<b>Sector privado</b>	<b>166,0</b>	<b>3.328,1</b>
Financiación recibida	1.932,1	4.050,8
Inversiones	1.314,1	1.505,2
Créditos	617,9	2.545,6
<i>Comerciales</i>	55,4	101,0
<i>Financieros</i>	506,6	2.388,6
Financiación otorgada	-1.766,0	-722,7
Inversiones	-522,8	-211,9
Créditos	-1.243,3	-510,8
<i>Comerciales</i>	-1.005,1	-479,0
<i>Financieros</i>	-43,4	14,8
<b>Sector público</b>	<b>941,4</b>	<b>702,8</b>
Financiación recibida	1.086,4	728,2
Financiación otorgada	-145,0	-25,4

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

En un segundo plano, al menos en términos absolutos, el comportamiento de la inversión privada ejerció también impacto en la variación registrada por los ingresos netos de capital durante el período examinado. Y también en este caso las variaciones de las dos corrientes inversoras —del exterior en España y de España al exterior— se conjuntaron en el efecto final.

La inversión exterior directa en España no varió sensiblemente respecto al año anterior, pero los menos

llamativos renglones de «inversiones de cartera» y «otras» fueron acumulando descensos durante el período, para arrojar, finalmente, un saldo neto de ingresos por inversiones exteriores en España de 1.314,1 millones de dólares en los diez primeros meses de 1982, inferior, en 191,1 millones, al registrado en idéntico período de 1981 —ver cuadro 5—. Más visible fue el avance durante el período de la inversión española directa y de cartera en el exterior. Ambos factores supusieron —ver cuadro 5— una elevación en las salidas netas totales de divisas, que alcanzaron, entre los meses de enero y octubre de 1982, un valor de 522,8 millones de dólares, frente a 211,9 millones contabilizados en el mismo período de 1981. Es de notar, sin embargo, la detención de este crecimiento en los últimos tres meses del período, tras los cambios del criterio de autorización administrativa de las inversiones directas y tras la suspensión temporal, mediante el Real Decreto 1955/1982, de 12 de agosto, de la liberalización de las inversiones de cartera españolas en el exterior.

Frente a la evolución reseñada de las operaciones de capital del sector privado, las correspondientes al sector público se movieron en sentido compensatorio. Se incrementó, durante el período examinado, la apelación directa al exterior, hasta alcanzar en términos netos —ver cuadro 5— la suma de 1.086,4 millones de dólares, frente a 782,2 millones en igual período de 1981. Incluso se incrementó —ver cuadro 6— la financiación en divisas a través del sistema bancario español. Ambas actuaciones fueron, sin embargo, insuficientes para contrarrestar la caída de los ingresos netos de divisas en las operaciones del sector privado.

Para completar este comentario, hasta ahora relacionado con el comportamiento más permanente de la balanza de capital durante el período de referencia, conviene examinar igualmente la evolución más reciente del mes de octubre.

## 6. Balanza de pagos (a)

Detalle de instituciones bancarias

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-OCT	
	1982	1981
<b>Instituciones bancarias</b>	<b>-550,4</b>	<b>-42,5</b>
Financiación de créditos interiores en divisas	125,7	-47,7
<i>Sector privado</i>	-12,7	-27,9
<i>Sector público</i>	138,4	-19,8
Cuentas en pesetas no residentes	-241,0	3,4
Variación posición en divisas	-435,1	1,8

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

Al comentar la evolución del crédito en moneda extranjera contraído por el sector privado, se habrá notado la ausencia de referencias al crédito interior en divisas. Lo cierto es que hasta septiembre, y, aparentemente por idénticas motivaciones, este tipo de crédito en divisas mantuvo una evolución similar a la del crédito exterior directo. En el mes de octubre, sin embargo, la situación se transformó y las cifras acumuladas —ver cuadro 6— muestran una cifra de crédito interior en divisas al sector privado, en el período examinado, sensiblemente similar a la registrada en idéntico período de 1981. Con la salvedad que supone realizar la comparación con un período del año anterior en que este tipo de crédito ya mostraba debilidad, la recuperación en octubre del crédito interior en divisas al sector privado, concretamente del destinado a financiar exportaciones, es un hecho. Si esta recuperación no fuera fortuita y estuviera relacionada con la autorización al ICO para la refinanciación, a tipos de interés subvencionados, de créditos o efectos bancarios de exportación contenida en el Real Decreto 2557/1982, de 1 de octubre, estaríamos ante un desarrollo favorable de la cuenta de capital para los meses venideros.

Las restantes novedades aportadas por los datos de octubre, todas ellas en el epígrafe de instituciones bancarias, fueron de signo desfavorable. En dicho mes, la banca delegada amplió en 207 millones de dólares su posición en divisas. Esta ampliación se vino a añadir a otra de parecida magnitud practicada en julio, a raíz de nuevas disposiciones sobre cobertura de posiciones a plazo de divisas con posición de contado. Por este motivo —ver cuadro 6—, se produjo una salida neta acumulada de 435,1 millones de dólares en el período examinado. Finalmente, en octubre y coincidiendo con una evolución desfavorable del descuento de la peseta y de los diferenciales cubiertos, se produjeron salidas de pesetas convertibles por valor de 155,7 millones de dólares: prácticamente, la totalidad de las salidas acumuladas en las cuentas de no residentes durante el período examinado, y que ascendieron —ver cuadro 6— a 241 millones de dólares. Estas salidas pudieran revertir en diciembre, tras el cambio de cotización de la peseta.

24-XII-1982.



Información del Banco de España

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

Modificaciones en noviembre de 1982

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-81, número segundo)								Descu- bertos 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				
<b>EXTRANJEROS</b>												
<b>AMERICA</b>												
(6-XI-82).....	=	=	=	=	=	=	18,50	=	=	=	=	=
<b>BANKERS TRUST</b>												
(3-XI-82).....	=	=	=	=	=	19,63	19,25	=	=	=	=	=
(4-XI-82).....	=	=	=	=	=	19,38	19,13	=	23,00	=	=	=
(8-XI-82).....	=	=	=	=	=	20,00	19,25	=	=	=	=	=
(10-XI-82).....	=	=	=	=	=	20,50	19,50	=	24,00	=	=	=
(15-XI-82).....	=	=	=	=	=	20,13	=	=	=	=	=	=
(17-XI-82).....	=	=	=	=	=	=	19,25	=	=	=	=	=
(24-XI-82).....	=	=	=	=	=	20,25	=	=	=	=	=	=
(26-XI-82).....	=	=	=	=	=	19,88	=	=	=	=	=	=
(29-XI-82).....	=	=	=	=	=	19,63	=	=	=	=	=	=
<b>BARCLAYS BANK INT.</b>												
(3-XI-82).....	=	=	=	=	=	18,88	=	18,25	=	=	=	=
(10-XI-82).....	=	=	16,25	=	=	19,88	=	=	=	=	=	=
(11-XI-82).....	=	=	16,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=
<b>CONTINENTAL BANK</b>												
(3-XI-82).....	14,65	16,50	16,55	=	=	19,00	=	=	23,75	23,75	=	=
(8-XI-82).....	15,30	=	16,80	=	=	19,25	=	=	24,50	24,50	=	=
(10-XI-82).....	15,85	16,95	17,00	14,85	=	19,50	18,00	=	25,00	25,00	=	=
(19-XI-82).....	15,36	16,48	16,30	14,70	=	18,75	17,75	=	24,50	24,50	=	=
(29-XI-82).....	14,15	16,00	16,10	=	=	18,50	=	=	23,25	23,25	=	=
<b>CHASE MANHATTAN</b>												
(9-XI-82).....	=	=	21,88	20,38	=	22,63	22,63	=	25,63	=	=	=
(18-XI-82).....	=	=	22,88	20,88	=	23,38	23,38	=	26,38	=	=	=
<b>CHEMICAL BANK</b>												
(4-XI-82).....	=	=	=	=	=	20,00	=	=	=	=	=	=
<b>CITIBANK</b>												
(15-XI-82).....	22,00	21,50	20,25	=	=	20,25	=	=	26,00	=	=	=
(29-XI-82).....	21,25	20,50	19,75	=	=	19,75	=	=	=	=	=	=
<b>DEUTSCHE BANK</b>												
(4-XI-82).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	=	=	=
<b>DRESNER BANK</b>												
(3-XI-82).....	19,95	=	18,65	15,90	=	19,50	18,85	=	=	=	=	=
(11-XI-82).....	21,35	=	19,60	16,00	=	20,25	18,95	=	26,00	=	=	=
<b>FIRST NAT. BANK</b>												
(5-XI-82).....	=	=	20,25	19,25	=	20,75	19,25	=	=	=	=	=
(12-XI-82).....	=	=	20,63	18,50	=	21,13	19,00	=	=	=	=	=
(20-XI-82).....	=	=	21,00	18,25	=	21,50	18,75	=	=	=	=	=
(26-XI-82).....	=	=	20,25	18,50	=	20,75	19,00	=	=	=	=	=
<b>MANUFACT. HANNOVER</b>												
(2-XI-82).....	19,50	=	=	=	=	=	=	=	35,00	=	=	=
(5-XI-82).....	20,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(15-XI-82).....	21,50	=	=	=	=	=	=	=	25,00	=	=	=
<b>MIDLAND BANK</b>												
(3-XI-82).....	=	=	=	=	=	20,50	=	=	23,50	=	=	=
(4-XI-82).....	=	=	=	=	=	21,00	=	=	24,00	=	=	=
(5-XI-82).....	=	=	=	=	=	22,00	=	=	25,00	=	=	=
(6-XI-82).....	=	=	=	=	=	22,50	=	=	25,50	=	=	=
(27-XI-82).....	=	=	=	=	=	22,00	=	=	25,00	=	=	=
(30-XI-82).....	=	=	=	=	=	21,50	=	=	24,50	=	=	=

(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 noviembre 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				
MORGAN GUARANTY												
(3-XI-82) .....	20,00	=	18,25	16,00	=	19,00	18,25	=	=	=	=	=
(10-XI-82) .....	21,00	=	18,50	16,38	=	19,50	18,50	=	30,00	=	=	=
(30-XI-82) .....	19,00	=	17,75	16,00	=	18,50	18,25	=	=	=	=	=
NAT. WESTMINSTER BANK												
(12-XI-82) .....	=	=	20,00	19,00	=	21,00	19,25	=	27,00	=	=	=
S. G. B. BANCO BELGA												
(15-XI-82) .....	=	=	18,00	19,00	19,00	18,50	19,00	20,00	25,00	(3,00)	=	=
TOKYO												
(2-XI-82) .....	=	=	=	=	=	18,50	=	=	=	=	=	=
(19-XI-82) .....	=	=	=	=	=	19,13	18,00	=	=	=	=	=
(26-XI-82) .....	=	=	=	=	=	18,85	=	=	=	=	=	=
<b>CAJAS DE AHORRO</b>												
ALBACETE												
(16-XI-82) .....	=	=	10,00	14,00	14,00	=	=	15,00	=	=	=	=
BARCELONA, MONTE												
(26-XI-82) .....	=	=	=	=	=	=	16,00 <sup>b)</sup>	16,25 <sup>b)</sup>	=	=	=	=
CARLET												
(19-XI-82) .....	=	=	9,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=
CASTELLON												
(30-XI-82) .....	=	=	10,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=
SABADELL												
(19-XI-82) .....	=	=	=	15,50	=	=	=	=	=	=	=	=
TARRASA												
(13-XI-82) .....	=	=	=	=	=	14,50	16,00	16,50	=	=	16,50	=

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

(b) Media simple de los tipos previstos para particulares y empresas.

## 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.»
24/82 de 19 de noviembre	Entidades delegadas. Modificación y sustitución de la Circular n.º 2/1981, de 23 de enero. Cuentas extranjeras en pesetas convertibles.	4 diciembre 1982
25/82 de 26 de noviembre	Banca Privada y Cajas de Ahorro. Nuevo modelo de información de riesgos por países.	16 diciembre 1982
26/82 de 4 de diciembre	Entidades de Depósito. Coeficiente de Caja.	6 diciembre 1982

### COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «B.O.E.»
Oficio Circular de 26 de noviembre de 1982 (C.V. 13/82)	Entidades de Depósito. Fondos de provisión para insolvencias.	—
Oficio Circular de 30 de noviembre de 1982 (C.V. 14/82)	Banca Privada. Entrada en vigor de la Circular 16/82.	—

## 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.

### ANTONI ESPASA

#### PROBLEMAS Y ENFOQUES EN LA PREDICCIÓN DE LOS TIPOS DE INTERÉS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8214

El trabajo comienza centrando la idea de mercados eficientes en situaciones donde la recogida y procesamiento de la información pública tiene unos costos. La conclusión sobre este punto es que la predicción de los tipos de interés a corto plazo es posible.

En la sección IV, se destaca que los aspectos de importancia a predecir en las series de tipos de interés son los principales puntos de giro que se registran en las mismas. Estos son de naturaleza muy distinta, según sean las series indicadores de tipos a largo plazo, como el rendimiento interno de las obligaciones, o tipos de interés a corto plazo, como los del mercado interbancario. Todo esto se ilustra con diversas series, y, como resultado de este análisis cíclico, se obtienen y comparan las tendencias de los tipos de interés en el mercado interbancario con las del rendimiento interno de las obligaciones.

Para el problema de predicción que tenemos planteado, los modelos ARIMA, o cualquier otro esquema lineal univariante menos general, son de poca utilidad. No obstante, el estudio univariante puede ser una ayuda apreciable para caracterizar y estimar los aspectos más importantes en cuanto a la evolución tendencial, estacional y residual de los tipos de interés. Así, en la sección V, se presentan y comparan los resultados univariantes obtenidos: 1) para la serie diaria de tipos de interés de los créditos a un día en el mercado interbancario; 2) para estos mismos datos en serie de medias decenales de las observaciones diarias; 3) para los tipos de interés pagados por la banca en depósitos a plazo no inferior al año; 4) para los tipos de interés cobrados por la banca en créditos de uno a tres años formalizados en póliza, y 5) para el rendimiento interno de las obligaciones.

En las últimas secciones del trabajo, se destaca que, en la predicción de los tipos de interés, un aspecto

básico es la consideración de cómo van a influir las variables económicas en la oferta y demanda de fondos. Idealmente, esto debería incorporarse en un modelo econométrico que luego se utilizaría para predecir. Pero ello puede ser una labor larga y compleja, por lo que, muchas veces, tal tipo de examen se hace sin disponer completamente de dicho modelo cuantitativo y se denomina análisis fundamental. En la práctica, numerosas predicciones del tipo de interés se basan en un análisis fundamental completado con un análisis técnico. Este último consiste en la aplicación de métodos gráficos para identificar, lo más tempranamente posible, puntos de inflexión en la tendencia de una serie. La sección VII se dedica a presentar el análisis técnico y aplicarlo a una serie decenal del mercado interbancario.

