

BANCO  
DE  
ESPAÑA

# boletín económico

septiembre 1983

## Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
- \* Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- 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
- 9 Evolución monetaria
- 15 Empleo y paro en el primer semestre de 1983
- 19 Sector público
- 23 Los mercados de valores en el primer semestre de 1983
- 33 Información del Banco de España
- 34 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en julio de 1983.
- 36 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en agosto de 1983.
- 38 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 41 Indicadores económicos

# Evolución monetaria internacional

Durante el período comprendido entre el 25 de julio y el 16 de septiembre, los mercados cambiarios internacionales pasaron por fases de diferente signo, aunque persistiendo durante la mayor parte del mismo la fortaleza del dólar. Esta sólo remitió en algunos momentos, y en especial durante la tercera y cuarta semanas del mes de agosto, lo que no impidió que, para la totalidad del período, la divisa americana se apreciase un 1,05 % en términos del DEG.

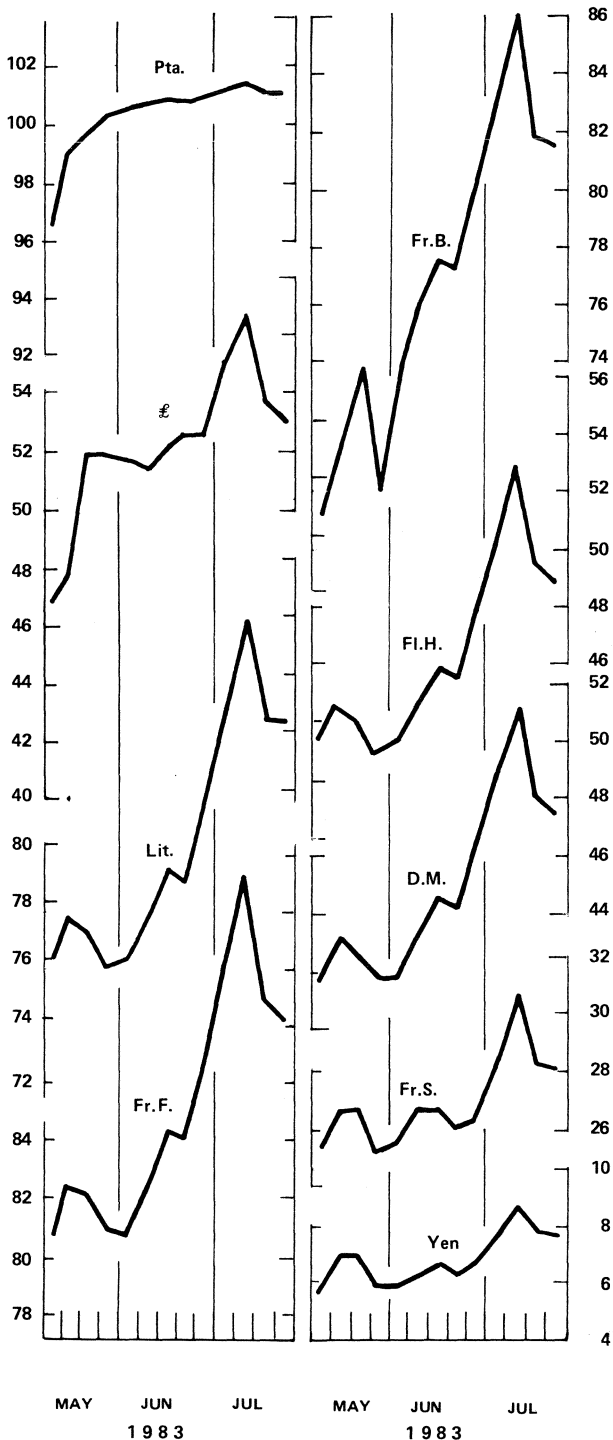
Conviene, sin embargo, para una descripción detallada del período, dividirlo en dos etapas netamente diferenciadas, cuya divisoria se puede situar en el pasado 12 de agosto.

Así, en la primera etapa, que abarca del 22 de julio al 11 de agosto, el dólar USA registró una apreciación de casi un 2 % frente al DEG, fruto de su apreciación casi generalizada frente a las divisas más importantes. De esta evolución ha de exceptuarse la libra esterlina, que mantenía una relativa firmeza, debido a la recuperación económica que se evidencia en el Reino Unido y a su baja tasa de inflación. En efecto, al comienzo de este período, que coincide con la última semana del mes de julio, el dólar alcanzó frente al franco francés la cotización más elevada que se conoce (7,98 FF/\$), y frente al marco alemán (2,65 DM/\$) su valor más alto desde octubre de 1975. Las explicaciones a esta nueva escalada del dólar continuaron siendo las habituales: los elevados tipos de interés americanos, sus expectativas en relación con el crecimiento de la masa monetaria americana y, en definitiva, el déficit federal presupuestario. Cabría destacar a este respecto un elemento adicional para esta fortaleza del dólar mostrada en este subperíodo, como fueron las declaraciones del Secretario de Comercio americano, quien, aun reconociendo la posibilidad de un dólar sobrevalorado, manifestó que tal situación no se corregiría antes de las elecciones presidenciales americanas, a celebrar en noviembre de 1984, hecho este último que habrá de condicionar la evolución de la divisa americana en los próximos meses.

El martes 2 de agosto, al día siguiente de una jornada que vio al dólar reemprender vigorosamente su progresión alcista y sobrepasar en París la barrera simbólica de los 8 francos por dólar, el Bundesbank anunció, a través de un comunicado oficial, que la Reserva Federal, el Banco Nacional del Japón y el propio banco alemán habían decidido intervenir en los mercados cambiarios de forma concertada para tratar de contener el alza registrada por la divisa americana. Posteriormente, se unieron los bancos centrales francés y suizo, si bien la intervención de este último estaba encaminada más a alinear la cotización de su moneda, el

### 1. Cotización al contado del dólar (⌘)

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



franco suizo, con el marco alemán, dadas las intensas relaciones comerciales entre ambos países.

El volumen de la intervención no fue, sin embargo, muy elevado, del orden de 2.500 a 3.000 millones de dólares, de los cuales 254 millones correspondieron a la intervención americana. Debido a ello, y posiblemente también a que esta intervención fue esterilizada para no afectar a las masas monetarias de los respectivos países, con el consiguiente y conocido efecto menor sobre los tipos de cambio, el hecho es que la calma duró poco. En efecto, dos días después, el 4 de agosto, el dólar emprendió de nuevo su ascensión, que se aceleró al día siguiente, arrojando todo tipo de dudas ante los efectos logrados por la intervención de los bancos centrales, que parecía no poder amortiguar las expectativas alcistas que los participantes en los mercados cambiarios mantenían sobre los tipos de interés americanos.

Dichas expectativas se vieron confirmadas, por otro lado, al comienzo de la semana siguiente, al anunciarse el lunes 8 de agosto la elevación en medio punto del «prime rate» americano (el tipo de interés preferencial de los bancos). Esta medida, que se justificó por la subida producida en los costes de adquisición de fondos por parte de los bancos en los meses precedentes, situó el «prime rate» americano al nivel del 11 %. Favorecido por esto, el dólar volvió a registrar nuevas elevaciones respecto a las divisas más importantes hasta el 12 de agosto, en que el mercado cambió bruscamente de orientación. Entre esta fecha y la semana correspondiente al 22 de julio, todas las monedas más significativas, a excepción de la libra esterlina, registraron una depreciación respecto al dólar USA del orden del 4,5 % y del 2 al 3 %, frente al DEG.

Sin embargo, el anuncio hecho el viernes 12 de agosto de un aumento menor que el esperado en el crecimiento de la masa monetaria básica americana ( $M_1$ ) produjo un descenso en las cotizaciones del dólar respecto a las divisas más significativas, iniciándose el segundo subperíodo en que se ha dividido el presente análisis.

En efecto, las expectativas de un descenso generalizado en los tipos de interés americano, debido a la creencia en que los mercados de crédito no iban a endurecerse como consecuencia de la evolución de los agregados monetarios americanos, se vieron confirmados por una disminución de los tipos de interés de los fondos federales y otros tipos a corto plazo respecto a los mantenidos en semanas precedentes. Como consecuencia, el dólar USA se depreció en la última mitad de agosto del orden del 2 al 2,5 %, respecto a la libra,

## 1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 12 al 16 de septiembre de 1983

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 18-22 JUL 1983	Respecto última semana 1982
Dólar USA	1,05	1,41	5,38
Yen japonés	255,83	-0,24	1,60
Franco suizo	2,28	-1,86	- 3,61
Libra esterlina	0,70	-0,52	- 2,77
Marco alemán	2,80	-2,02	- 6,61
Franco belga	56,58	-2,69	- 8,94
Florín holandés	3,14	-2,15	- 7,67
Franco francés	8,47	-1,74	-12,41
Lira italiana	1.677,69	-3,11	-10,02
Peseta	159,62	-1,46	-13,16

(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 18-22 JUL 1983	Respecto última semana 1982
Yen japonés	243,94	-1,64	- 3,93
Franco suizo	2,17	-3,01	- 8,12
Libra esterlina (b)	1,50	-1,82	- 7,37
Marco alemán	2,67	-3,37	-11,30
Franco belga	53,89	-4,01	-13,57
Florín holandés	2,99	-3,36	-12,19
Franco francés	8,09	-3,96	-17,02
Lira italiana	1.598,68	-4,37	-14,47
Peseta	151,99	-2,66	-17,37

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

(b) En dólares USA por unidad nacional.

franco francés y el marco alemán, y de, aproximadamente, un 1 % frente al yen japonés.

A finales de dicho mes, sin embargo, volvió a registrar un nuevo episodio alcista del dólar, favorecido en los primeros días de septiembre por acontecimientos de orden extraeconómico, y que dio paso en los días siguientes a una evolución irregular, en forma de dientes de sierra de la divisa americana. Su cotización se vio sometida a fuerzas del signo contrario, que pusieron de nuevo de manifiesto, por un lado, la extremada sensibilidad del dólar USA ante variaciones no esperadas en

los agregados monetarios americanos, y, por otro, su consideración de moneda refugio en el caso de producirse tensiones políticas internacionales.

Como resultado de este nuevo brote alcista, la cotización del dólar USA terminó este segundo período también apreciada respecto a su comienzo el 12 de agosto, en unos porcentajes que oscilaron desde un 2 % del franco suizo y un 1,5 % del marco alemán hasta un 0,4 % correspondiente a la lira italiana.

En conjunto, desde el 22 de julio al 16 de septiembre, las divisas europeas se vieron sometidas a un proceso de depreciación generalizada del orden del 3-4 % respecto a la divisa americana, a excepción de la libra esterlina. La depreciación de esta última divisa frente al dólar USA se situó por debajo del 2 %, al igual que la del yen japonés, como se observa en el cuadro 1 adjunto.

Respecto a las monedas del Sistema Monetario Europeo (SME), puede señalarse que, en el período analizado, la lira italiana fue la moneda que ocupó el nivel más alto dentro de la banca de fluctuación, como habitualmente ocurre en estas épocas del año, ante la entrada masiva de divisas en ese país. Por el contrario, el marco alemán y el franco belga se alternaron en la última posición entre las monedas europeas.

Al compás de la evolución de los tipos de interés y de las cotizaciones del dólar, la cotización del oro se depreció durante la primera parte del período analizado, alcanzando un valor mínimo de 408,5 \$/onza. A partir del 10 de agosto, el precio del oro registró un ascenso que duró hasta finales de agosto, para seguir posteriormente un camino irregular. En resumen, puede señalarse que, desde el 22 de julio al 16 de septiembre, el precio del oro pasó de 423,5 \$/onza a 405,2 \$/onza.

## La evolución del tipo de cambio de la peseta

Durante el período comprendido entre el 25 de julio y el 11 de agosto, la peseta se comportó en consonancia con la evolución de los mercados cambiarios internacionales descrita anteriormente.

Así, en el primer período, que se extiende hasta el 12 de agosto, el tipo de cambio al contado de la peseta se depreció frente al dólar USA en más de un 3 %. Dicha depreciación, sin embargo, fue de menor cuantía que la registrada por las monedas del SME, por lo que la peseta se apreció frente a ellas, destacando la apreciación registrada frente al marco alemán y el franco francés —alrededor del 1,5 %—. Como simultáneamente la

peseta se depreció frente al franco suizo, la libra y el yen japonés, la consecuencia fue que la peseta registró una disminución de un 1,3 % en términos medios ponderados frente al total mundial, al tiempo que mostraba una apreciación frente a la CEE del 1,2 %. En relación con el índice de conjunto de las monedas cotizadas en Madrid, la peseta se mantuvo prácticamente estable.

Durante la segunda parte del período, la peseta siguió de forma más estrecha la evolución de las demás monedas de la CEE frente al dólar USA. Ello llevó a que la peseta se apreciase frente al dólar USA en un 2,1 % en las dos últimas semanas del mes de agosto, para apreciarse ligeramente a continuación y, al final del período, mantener una evolución de dientes de sierra, dentro de una tendencia a la baja.

Como resultado de ello, la peseta en este segundo subperíodo, que abarca del 12 de agosto al 16 de septiembre, se apreció un 0,6 % frente al dólar USA y en porcentajes similares frente al marco alemán y el franco francés. En términos medios ponderados, durante este segundo período, la peseta se mantuvo prácticamente estable frente a la CEE y se apreció un 1,1 % frente al resto del mundo. Asimismo, frente al conjunto de las monedas cotizadas en el mercado de Madrid, el

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

Semana del 12 al 16 de septiembre de 1983

	Semana 18-22 JUL 1983	Ultima semana de 1982	Semana 6 - 10 DIC 1982 (b)
Dólar USA	-2,66	-17,37	-15,90
Yen japonés	-1,07	-14,02	-15,77
Franco suizo	0,37	-10,07	-11,53
Marco alemán	0,73	-6,85	-7,37
Franco belga	1,43	-4,37	-4,87
Florín holandés	0,72	-5,90	-6,00
Franco francés	1,10	-0,67	-1,28
Libra esterlina	-0,88	-10,83	-8,70
Lira italiana	1,82	-3,37	-4,22
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- Mundo	-1,12	-11,92	-11,19
- Países desarrollados	-0,02	-7,89	-7,76
- CEE	0,80	-4,85	-4,97

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

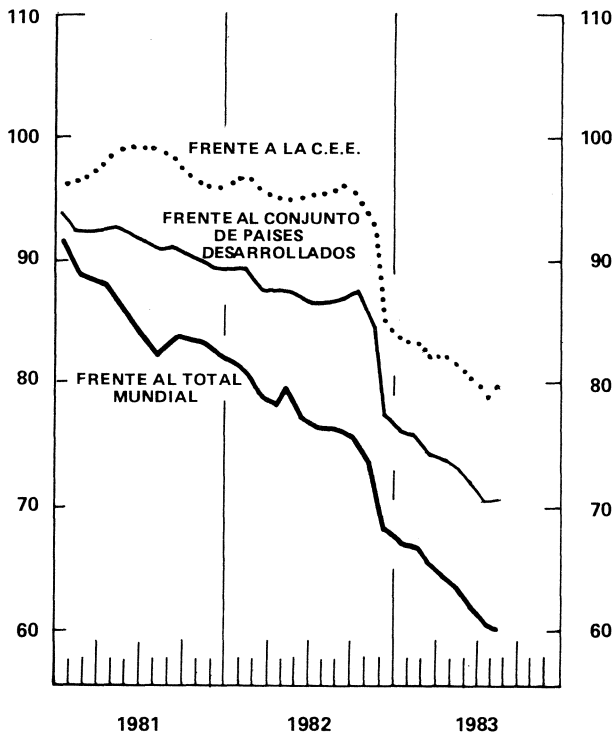
índice del tipo de cambio efectivo de la peseta se mantuvo estable, si bien con un leve tono alcista.

Como conclusión, para la totalidad del período comprendido entre el 22 de julio y el 16 de septiembre la peseta se depreció un 2,6 % frente al dólar USA, apreciándose frente a las divisas más importantes, a excepción de la libra esterlina y el yen japonés. Frente a estas dos últimas divisas la peseta se depreció alrededor de un 1 %, oscilando sus porcentajes de apreciación frente a las demás monedas entre el 0,4 % del franco suizo y el 1,4 % respecto al franco belga. Como resultado conjunto, el índice de posición efectiva de la peseta se depreció un 1,1 % frente al resto del mundo, apreciándose un 0,8 % frente a la CEE y manteniéndose prácticamente estable frente a las monedas cotizadas en Madrid.

En cuanto al mercado a plazo, hasta el 11 de agosto la peseta se depreció frente al dólar USA más que lo que lo había hecho al contado, y así se produjo una elevación del descuento a plazo a un mes, que pasó del 15,23 % el 22 de julio a un 16,72 % para la semana del 12 de agosto. Esta evolución coincidió con una ampliación del diferencial del tipo de interés entre el tipo interbancario español y el del eurodólar para el mismo plazo.

Con respecto a la intervención de la autoridad monetaria en el período en consideración, su actuación en el mercado al contado tuvo un signo netamente comprador, contribuyendo a un aumento de las reservas oficia-

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



les de divisas por una cuantía de 905,6 millones de dólares durante los meses de julio y agosto, a pesar de una caída de 133 millones en la posición de la banca delegada. A finales de agosto, el valor total de las reservas de oro y divisas de España se situaba en 10.596,6 millones de dólares. Este aumento de reservas se verá incrementado durante el mes de septiembre por la actuación de las autoridades monetarias en el mercado al contado, cuyas compras netas de dólares superaron los 300 millones en los 16 primeros días del mes. Su impacto en el saldo final de reservas se verá, sin embargo, disminuido por el resultado de la liquidación de las operaciones a plazo vencidas durante ese mismo mes de septiembre.

20-IX-1983.



# Evolución monetaria

Al finalizar el mes de agosto y en los días que van transcurridos de septiembre, el panorama que presentan tanto los mercados monetarios y cambiarios interiores como la evolución de los agregados monetarios contrasta fuertemente con la situación que se registraba al finalizar el primer semestre del año. Estos cambios se pueden resumir en dos puntos fundamentales. Por un lado, se ha producido una desaceleración progresiva de la emisión de pasivos cuasimonetarios de las entidades bancarias. Por otro, la política restrictiva seguida por la autoridad monetaria ha impulsado un alza generalizada de los tipos de interés en los mercados monetarios interiores, que ha contribuido a incrementar notablemente los activos frente al exterior y ha mejorado las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta y la tasa de inflación. Estos factores han fomentado sustancialmente el alza de los depósitos bancarios, dando como resultado una aceleración de la tasa de avance de las disponibilidades líquidas, a pesar de que paralelamente se estaban produciendo fuertes descensos en la demanda de efectivo por parte del público.

Se ha producido, por tanto, durante los meses de julio y agosto, una variación de las proporciones de activos cuasimonetarios y depósitos existentes en las carteras del público, incrementándose la importancia relativa de los últimos e invirtiéndose, de esta forma, la tendencia del primer semestre del año. En consecuencia, la aceleración de la tasa de expansión de las disponibilidades líquidas durante el período julio-agosto (11,9 %), respecto a la registrada, como media, en los seis primeros meses del año (11,2 %), no ha implicado un mayor grado de liquidez total —medida por el agregado ALP— disponible por los agentes económicos, ya que el ritmo de avance de este conjunto de activos monetarios y cuasimonetarios ha descendido desde un 17,4 % en que se situó como media en el primer semestre del año, al 14 % que se prevé para el período julio-agosto (1).

La política llevada a cabo por la autoridad monetaria ha ido dirigida a la consecución de los resultados expuestos. En tal sentido, ha dispuesto que los instrumentos a su alcance para mantener una situación de firmeza en los mercados monetarios que fomentase la entrada de fondos necesarios para financiar el déficit corriente, pero cuidando, al mismo tiempo, que los tipos de interés no rebasaran cotas excesivamente elevadas.

El intenso crecimiento que, hasta el mes de junio, venían experimentando algunos de los activos cuasimonetarios en poder del público y la imposibilidad, por

---

(1) Las cifras disponibles de agosto son provisionales.

parte del Banco de España, de ejercer cualquier tipo de control directo sobre ellos suponían una seria dificultad para la consecución de sus objetivos, y así lo manifestaron las autoridades monetarias en repetidas ocasiones. La decisión de disminuir el ritmo de emisión de estos activos adoptada por una gran parte de las instituciones bancarias ha conducido a la moderación del ritmo de avance del conjunto de activos alternativos a los depósitos, facilitando, de esta forma, la gestión de la política monetaria.

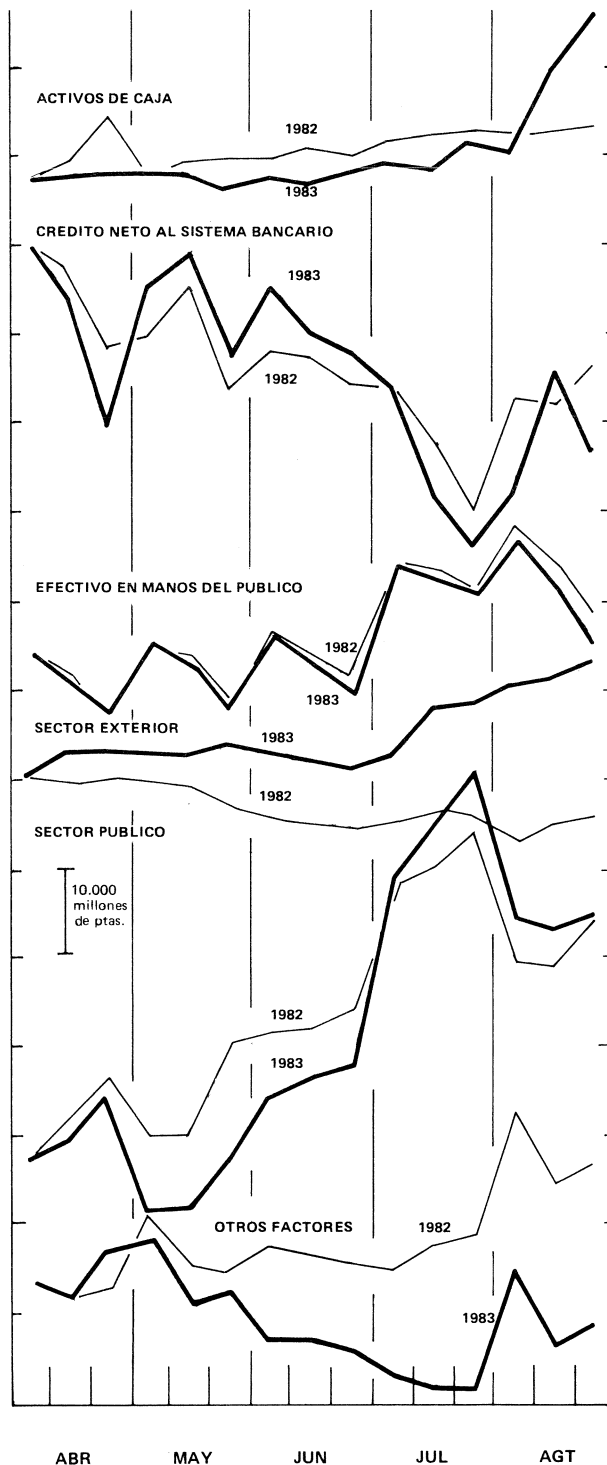
La actuación de la autoridad monetaria se enmarca, para el futuro inmediato, en la misma línea seguida durante julio y agosto. El mantenimiento de un cierto grado de restricción monetaria parece fuera de toda duda, por dos razones fundamentales: por un lado, porque es preciso afianzar el éxito alcanzado en la lucha contra la inflación, así como la mejoría frente al exterior registrada en los últimos meses; por otro, porque, a pesar de que el agregado ALP ha registrado una desaceleración en su ritmo de expansión en julio y agosto, continúa avanzando por encima de lo necesario (1), dadas las previsiones actuales sobre crecimiento del PIB real y la tasa de inflación, que sitúan su ritmo de avance adecuado en torno al 14,5 % a lo largo del año. La evolución de «otros activos líquidos del público», junto con el comportamiento del déficit público, que ha comenzado a mostrar una tendencia a la aceleración, son los factores que pueden crear más dificultades en la instrumentación de la política monetaria durante el segundo semestre del año.

## Los agregados monetarios

El crecimiento intermensual de las disponibilidades líquidas fue del 10,5 % y del 13,3 % en los meses de julio y agosto, respectivamente, situándose el avance del período en el 11,9 %, frente al 11,2 % registrado a lo largo del primer semestre del año. Esta aceleración se ha debido a la sustancial recuperación del ritmo de avance de los depósitos del sistema bancario, en especial los de la banca, que han crecido a una tasa intermensual del 8,7 % en julio y del 13,5 % en agosto, después de un retroceso del 1,8 % que experimentaron en el mes de junio.

El efectivo en manos del público volvió a registrar una tasa de variación negativa en julio (-2,4 %), y un crecimiento prácticamente nulo en agosto (0,3 %). Parece, por tanto, que tiende a afianzarse el retorno de este componente de  $M_3$  hacia tasas de expansión anuales más acordes con las habituales antes de septiembre del pasado año, en el que se inició un proceso de fuerte

### 1. Activos de caja (2)



(1) 16,9 % en el período julio-diciembre, con cifras definitivas, y 16,5 % en el período agosto-diciembre, según datos provisionales.

atesoramiento por parte del público de monedas y billetes de curso legal, que llegó a elevar su tasa de crecimiento sobre doce meses antes en torno al 20 %, frente al 10-11 % frecuente en el período anterior. Es de esperar que en los próximos meses continúe el proceso de crecimiento débil del efectivo en poder del público, ya que su tasa de expansión interanual  $-T_{12}^-$  continúa siendo algo elevada (14,5 % al cierre del mes de agosto).

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

	JUN 1983	JUL 1983	AGO 1983
<b>Activos de caja</b>	- 5,7	23,6	87,3
CONTRAPARTIDAS:			
<b>Efectivo (a)</b>	- 10,0	- 92,5	5,5
<b>Otros factores</b>	32,3	296,9	33,7
Sector exterior	- 13,3	43,1	49,7
Sector público	131,2	290,3	-98,8
Otros	- 85,6	- 36,5	82,8
<b>Crédito neto al sistema bancario</b>	- 27,9	180,8	48,1
Créditos al sistema bancario	81,2	49,7	-13,8
Certificados de regulación monetaria (a)	-109,1	-226,4	68,6
Depósitos obligatorios (a)	-	- 4,1	- 6,7

(a) Aumento: (-).

Entre los factores que contribuyen a explicar la aceleración de la tasa de avance de los depósitos en los meses de julio y agosto, destaca el moderado crecimiento de «otros activos líquidos en poder del público», emitidos por bancos y cajas. En efecto, las instituciones bancarias, siguiendo las instrucciones de las autoridades monetarias y conscientes de las dificultades que estaba creando a la política monetaria el notable crecimiento de estos activos, adoptaron la decisión de frenar sustancialmente su ritmo de expansión. Los datos definitivos del mes de julio ponen de manifiesto un avance muy moderado, durante dicho mes, del volumen de bonos de caja y tesorería, una desaceleración —aunque de menor entidad que la experimentada en estos últimos— de los títulos hipotecarios, y un retroceso, por primera vez desde su aparición, del volumen de letras en circulación endosadas por bancos y cajas. Los datos provisionales disponibles para el mes de agosto apuntan hacia la continuidad del crecimiento moderado de estos mercados.

El fenómeno descrito indujo una aceleración de la demanda de depósitos bancarios, que, al coincidir con una evolución expansiva de la oferta derivada fundamentalmente del comportamiento de los sectores exterior y público, dio como resultado el fuerte incremento

del ritmo de avance de las disponibilidades líquidas antes señalado.

Como consecuencia de todo ello, la ampliación del diferencial de tasa de crecimiento en términos de  $T_{12}^+$  entre  $M_3$  y ALP se ha detenido en el mes de julio y apunta hacia un retroceso en el mes de agosto (véase gráfico 1).

Durante el mes de julio, se intensificaron las necesidades financieras de las Administraciones Públicas, que fueron atendidas casi en su totalidad por el Banco de España. En la primera mitad del mes de agosto, la obtención de un importante volumen de fondos provenientes de la liquidación de impuestos correspondiente al segundo trimestre del año y la recepción de parte de un crédito exterior redujeron sustancialmente la presión del sector público sobre las instituciones crediticias. No obstante, en la última parte del mes de agosto y en los días transcurridos del mes de septiembre, se ha acelerado nuevamente el ritmo de crecimiento del déficit público, siendo previsible que continúe la misma tónica en meses sucesivos.

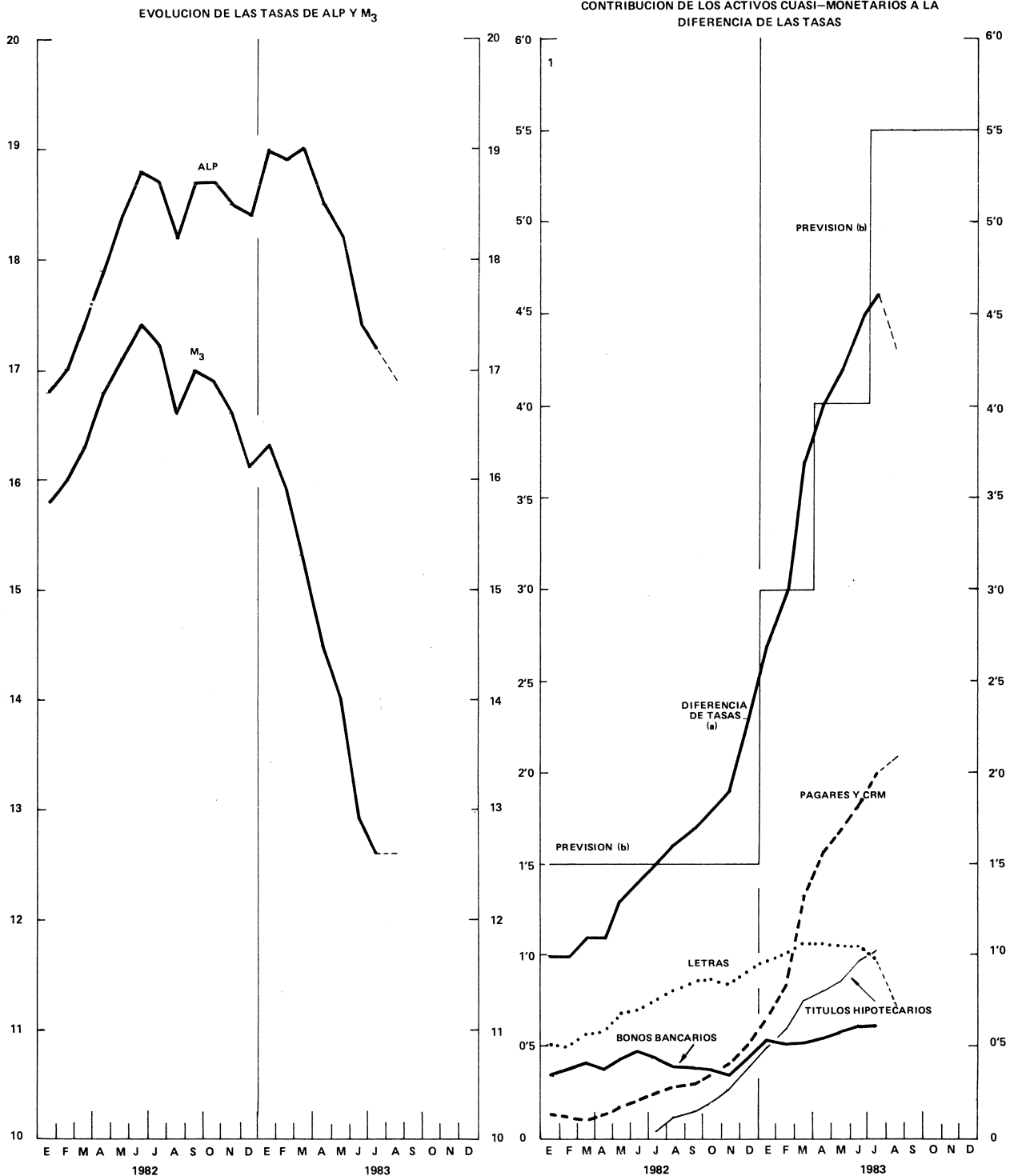
Los activos frente al exterior han experimentado un importante crecimiento en los meses de julio y agosto, superando ampliamente el que cabría atribuir al movimiento estacional de los meses de verano, y contribuyendo, de forma significativa, a la aceleración registrada en la expansión de  $M_3$ .

### Los activos de caja y los mercados monetarios

Al comenzar el mes de julio, la autoridad monetaria se proponía reconducir la liquidez de la economía medida por el agregado ALP hacia ritmos de expansión más acordes con la evolución del gasto real y de los precios, de forma que la holgura monetaria de que gozaba el sistema al finalizar los primeros seis meses del año no se tradujera en un posterior avivamiento de la tasa de inflación. Se pretendía sentar, al mismo tiempo, las bases de firmeza necesarias en los mercados monetarios interiores, a fin de reducir el fuerte desequilibrio exterior entonces existente. La instrumentación de una política monetaria que perseguía estos objetivos estaba, pues, condicionada por dos factores fundamentales: de una parte, por la expansión que siguiese el conjunto de activos líquidos integrados en ALP, sobre cuya evolución no puede el Banco de España ejercer ningún control directo, y, de otro, por el comportamiento de los tipos de interés en los mercados financieros exteriores.

En la primera mitad del mes de julio, el Banco de España instrumentó una política fuertemente restrictiva, que se tradujo en elevaciones generalizadas de los tipos de interés en los mercados monetarios interiores y en un acusado descenso del nivel de activos de caja excedentes de las instituciones bancarias. Sin em-

## 2. Activos líquidos en manos del público (ALP) $T_{12}$



(a). Diferencia entre las tasas de ALP y de  $M_3$ .

(b). Diferencia prevista al programar los objetivos de crecimiento de  $M_3$ .

Nota: Las letras, pagarés y CRM se han computado por su valor nominal. Los títulos hipotecarios se han tomado por los importes desembolsados en la suscripción.

## 2. Excedente de caja legal (Ø)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
<b>1983</b>			
ENE	0,075	0,082	0,063
FEB	0,045	0,044	0,046
MAR	0,066	0,073	0,054
ABR	0,059	0,065	0,050
MAY	0,064	0,070	0,054
JUN	0,052	0,055	0,046
JUL	0,071	0,078	0,061
1. <sup>a</sup> dec.	0,040	0,038	0,042
2. <sup>a</sup> dec.	0,048	0,059	0,033
3. <sup>a</sup> dec.	0,121	0,132	0,104
AGO	0,052	0,063	0,035
1. <sup>a</sup> dec.	0,066	0,081	0,043
2. <sup>a</sup> dec.	0,048	0,060	0,030
3. <sup>a</sup> dec.	0,042	0,049	0,031

bargo, en la segunda mitad del mes, las necesidades financieras de las Administraciones Públicas que se hacía preciso atender y la presión que comenzó a registrar la demanda de depósitos al moderarse la emisión de «otros activos líquidos» aconsejaron a la autoridad monetaria ofrecer al sistema mayor liquidez de la prevista anteriormente. Esta actuación no fue adecuadamente captada por las instituciones bancarias, ya que, a pesar de este incremento en la oferta de liquidez, los tipos de interés en los mercados monetarios continua-

ron su tendencia al alza, al tiempo que bancos y cajas incrementaban sus niveles de activos excedentes muy por encima de lo que constituye su nivel técnico considerado normal. Esta situación y las dificultades encontradas por el Banco de España para drenar la liquidez necesaria llevaron a un desplome de los tipos de interés, al cierre de la tercera decena.

En los primeros días de agosto, el Banco de España hizo lo posible por ajustar la oferta de activos de caja a la inicialmente programada, tratando así de corregir las expectativas generadas por el exceso de liquidez registrado en los últimos días de julio. La liquidez ofrecida se mostró, sin embargo, insuficiente respecto a la demandada por las instituciones bancarias. Se produjeron, en consecuencia, elevaciones sustanciales en los tipos de interés, que llegaron a alcanzar niveles muy elevados, al cierre de la primera decena del mes de agosto.

El movimiento al alza de los tipos de interés en los mercados monetarios interiores coincidió con un período de elevación mucho más suave en los mercados exteriores, dando como resultado la ampliación del diferencial descubierto entre tipos internos y externos, que debió ejercer una influencia decisiva en el aumento de las reservas centrales en julio y agosto, y que contribuyó, asimismo, a mejorar las previsiones sobre el tipo de cambio de la peseta.

La necesidad de mantener un control monetario adecuado y de evitar una carga excesiva en la financiación del déficit público llevó a las autoridades a decidir, a

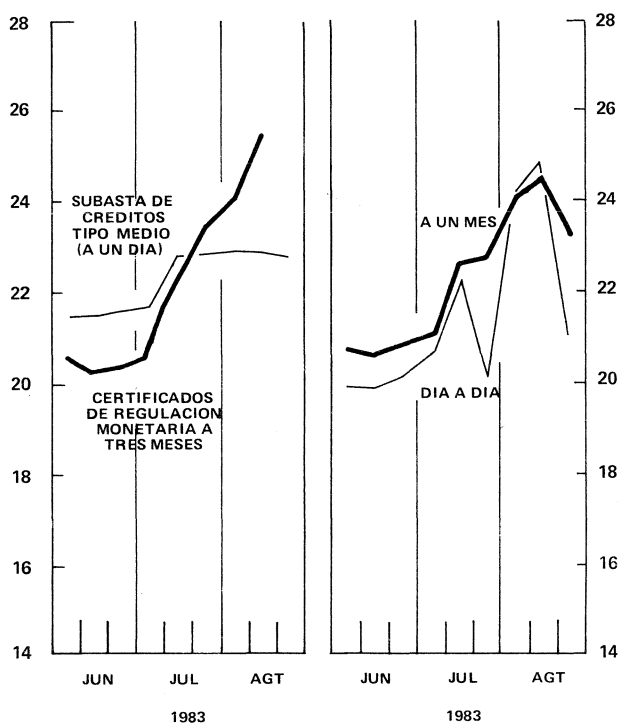
## 3. Tipos de mercado monetario (Ø)

	Tipos día a día			Tipos a plazo		
	Interbancario	Subastas Banco de España		Un mes	Tres meses	CRM tres meses (a)
		Préstamos	CRM			
<b>1983</b>						
ENE	14,31	16,54	14,14	16,45	16,75	17,06
FEB	15,22	17,16	—	16,75	16,96	16,99
MAR	14,16	17,48	—	15,76	16,61	16,56
ABR	19,04	20,23	20,48	18,86	18,31	18,11
MAY	20,64	21,50	21,46	21,41	21,20	21,67
JUN	20,06	20,27	20,03	20,73	20,87	21,52
JUL	21,10	21,84	20,95	22,28	22,40	22,53
1. <sup>a</sup> dec.	20,73	20,62	20,31	21,11	21,27	21,80
2. <sup>a</sup> dec.	22,35	22,79	22,80	22,74	22,76	22,88
3. <sup>a</sup> dec.	20,06	23,58	19,75	22,79	22,95	22,89
AGO	23,31	24,67	—	23,98	23,41	22,93
1. <sup>a</sup> dec.	24,17	24,16	—	24,13	23,59	22,94
2. <sup>a</sup> dec.	24,93	25,68	—	24,58	23,73	22,93
3. <sup>a</sup> dec.	21,01	—	—	23,28	23,04	22,90
SEP						
1. <sup>a</sup> dec.	23,19	23,42	—	22,83	22,81	22,73

(a) Hasta la 2.<sup>a</sup> decena de abril es el coste medio de las operaciones día a día.

(b) Tipo medio a la emisión.

### 3. Tipos de interés (2)



mediados del mes de agosto, la elevación en un punto del coeficiente legal de caja. Este quedó establecido en el 7,75 % de los pasivos computables a partir del día 13 de dicho mes, y, simultáneamente, se incrementó, en dos puntos porcentuales, el tipo de los depósitos obligatorios remunerados, con el fin de atenuar la influencia del aumento del coeficiente en los tipos de interés activos y pasivos de las instituciones bancarias y en su cuenta de resultados.

La mejora registrada por el sector exterior, el incremento de la demanda de depósitos en sustitución de otros activos líquidos y el incremento de las necesidades de financiación del sector público, en la segunda mitad del mes de agosto, impulsaron fuertemente al alza la expansión de la cantidad de dinero en este último mes. Los niveles alcanzados por los tipos de interés han contribuido sustancialmente a reducir el desequilibrio financiero de la balanza de pagos, al tiempo que la moderación en el crecimiento de «otros activos líquidos del público» ha reducido el ritmo de expansión acumulado ALP en los meses transcurridos del año. En estas condiciones, la autoridad monetaria ha aceptado incrementos de liquidez al sistema en la última parte de agosto, y en el período transcurrido de septiembre, por encima de los inicialmente previstos, con el fin de moderar las elevaciones registradas por los tipos de interés.

### La financiación a los sectores público y privado (1)

En el transcurso del mes de julio, el crecimiento del crédito interno experimentó una notable aceleración, derivada fundamentalmente de las importantes necesidades de financiación de las Administraciones Públicas que fue preciso atender.

Según las cifras provisionales disponibles para el período julio-diciembre, el crédito interno ampliado —magnitud que incorpora, además de los fondos otorgados por el sistema crediticio, los captados por el Tesoro a través de la emisión de pagarés y los obtenidos por el sector privado a través de las letras endosadas— ha podido crecer a un ritmo promedio del 17,5 %, resultado de un avance de la financiación al sector público en torno al 46 %, y del 12 % de la correspondiente al sector privado.

Los fondos puestos a disposición del sector público por el sistema crediticio se han canalizado fundamentalmente a través de recurso al Banco de España, ya que tanto la cartera de pagarés y fondos públicos de bancos y cajas como los créditos concedidos a las entidades públicas por estos últimos apenas registraron variación durante el mes de julio.

Se estima que la financiación al sector privado mediante crédito ha crecido a una tasa del 11,5 % durante los siete primeros meses del año, frente a un avance del 12,3 % en el período diciembre-junio.

Es muy posible que la demanda de crédito bancario se haya intensificado en el mes de agosto, a pesar de que los costes de estas inversiones continúan evolucionando al alza. El retroceso en la negociación de efectos endosados, tanto en los mercados bursátiles como extrabursátiles, que parece haberse producido durante este mes, ha contribuido a intensificar, sustancialmente, la demanda de crédito bancario.

26-IX-1983.

(1) A la espera de disponer, en breve plazo, del balance para el conjunto del sistema crediticio, el comentario de este epígrafe se basa sobre datos muy provisionales, y, por tanto, ha de considerarse como meramente orientativo.

# Empleo y paro en el primer semestre de 1983

Según la Encuesta de Población Activa (véase cuadro 1), durante el primer semestre de 1983, el empleo total de la economía se redujo en 42.000 personas, los activos marginales en 20.000 y el paro aumentó en 21.000, para situarse en 2.256.000. Este crecimiento del desempleo, menor que la caída de la ocupación, fue posible porque la población activa se redujo durante el semestre en 41.000 personas. Sin embargo, estos datos ocultan un comportamiento muy diferente en los dos primeros trimestres del año, pues mientras que en el primero el empleo se redujo en 107.000 personas y el paro aumentó en 85.000, en el segundo los resultados fueron inversos, pues la ocupación aumentó en 66.000 personas y el paro se redujo en 54.000. Tan dispar comportamiento en ambos trimestres puede detectarse, asimismo, en todos los componentes del empleo. En efecto, si en el primero la agricultura registró un avance ligeramente positivo y fueron los sectores privados no agrarios los causantes de la fuerte caída del empleo, en el segundo, estos últimos aumentaron intensamente su ocupación, mientras que la agricultura la reducía no menos fuertemente. Esto dificulta notablemente la interpretación de los resultados de los primeros seis meses, pues si el primer trimestre parecía confirmar que se había invertido la tendencia a la desaceleración de la pérdida de puestos de trabajo, que se había registrado desde principios de 1981 hasta mediados del año pasado, el fuerte tirón producido por la ocupación en el segundo trimestre obliga a abandonar aquella hipótesis, y, por lo tanto, a esperar nuevos datos de la EPA para comprobar si la mejora producida en el mercado de trabajo durante estos meses se ha consolidado o no.

El empleo total de la economía (véanse cuadro 2 y gráfico 1) se redujo, durante el semestre, en 42.000 personas, a causa del comportamiento de la agricultura, que, con una caída de su ocupación de 53.000 personas, ha invertido la tendencia positiva que venía

## 1. Evolución de la población activa

Miles de personas

	Cifras absolutas 1983 II TR	Variaciones semestrales		
		1982 I SE	1982 II SE	1983 I SE
<b>Población mayor de 16 años</b>	<b>27.241</b>	<b>171</b>	<b>179</b>	<b>126</b>
Población activa	13.060	13	168	-41
Ocupados	10.736	-14	-56	-42
Activos marginales	68	-23	28	-20
Parados	2.256	50	196	21
Inactivos y servicio militar	14.181	158	11	167

FUENTE: INE.

## 2. Evolución del empleo

	Miles de personas			
	Cifras abso- lutas 1983 II TR	Variaciones semestrales		
		1982 I SE	1982 II SE	1983 I SE
<b>Ocupados</b>	<b>10.736</b>	<b>-12</b>	<b>-57</b>	<b>-42</b>
Agricultura	1.896	-50	52	-53
Sectores privados no agrarios	7.753	-1	-119	-12
<i>Industria</i>	2.741	-51	-77	-8
<i>Construcción</i>	925	-2	-33	15
<i>Servicios privados</i>	4.087	52	-9	-19
Servicios de las AAPP	1.087	39	10	23
<b>Asalariados</b>	<b>7.555</b>	<b>20</b>	<b>-45</b>	<b>-24</b>
Agricultura	537	-12	30	-24
Sectores privados no agrarios	5.931	-7	-85	-23
<i>Industria</i>	2.442	-40	-63	-32
<i>Construcción</i>	725	-2	-38	5
<i>Servicios privados</i>	2.764	35	16	4
Servicios de las AAPP	1.087	39	10	23
<b>No asalariados</b>	<b>3.181</b>	<b>-32</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>
Agricultura	1.359	-38	22	-29
Sectores privados no agrarios	1.822	6	-34	11
<i>Industria</i>	299	-11	-14	24
<i>Construcción</i>	200	-	5	10
<i>Servicios</i>	1.323	170	-25	-23

FUENTE: INE.

experimentando en los últimos trimestres para volver a las pautas de comportamiento del pasado, caracterizadas por una reducción sistemática del empleo. Los sectores privados no agrarios redujeron su ocupación, el primer semestre, en 12.000 personas, a causa de las reducciones del empleo en la industria (-8.000 personas) y los servicios privados (-19.000), pues la construcción aumentó su empleo en 15.000 personas. Las AAPP, a su vez, generaron, durante el semestre, 23.000 nuevos puestos de trabajo.

El empleo asalariado se redujo, durante el primer semestre, en 24.000 personas, lo que supone el 59 % de la caída del empleo, mientras que los no asalariados lo hicieron en 18.000. Hay que destacar la fuerte reducción de la ocupación asalariada de la industria, que no pudo compensar el no menos intenso aumento de los no asalariados del sector, y el comportamiento inverso a éste en los servicios, sector en el que la caída del empleo tuvo su origen en los no asalariados.

Durante el primer semestre del año, el paro (véase cuadro 3) ha aumentado en 21.000 personas, lo que ha hecho que la tasa de paro pase del 17,1 % de la población activa, en que se situaba a finales de 1982, al 17,3 %. Esta desaceleración del crecimiento del paro se registra prácticamente en todos los sectores, pero hay

que señalar especialmente la que se ha producido en los que buscan su primer empleo. Por sexos, la tasa de paro de los hombres se ha elevado en 0,4 puntos, para situarse en el 16,0 % de la población activa masculina, mientras que la de las mujeres no ha registrado variación desde el 20,3 % que alcanzaba en el último trimestre de 1982. Por grupos de edad, hay que resaltar el crecimiento de la tasa de paro para las personas comprendidas entre los 20 y los 24 años, tanto en hombres como en mujeres.

## 3. Evolución del paro

	Miles de personas			
	Cifras abso- lutas 1983 II TR	Variaciones semestrales		
		1982 I SE	1982 II SE	1983 I SE
<b>Parados</b>	<b>2.256</b>	<b>50</b>	<b>196</b>	<b>21</b>
Buscan primer empleo	879	18	117	-7
Anteriormente empleados	1.377	32	79	28
<i>Agricultura</i>	119	-5	6	6
<i>Industria</i>	408	23	21	-3
<i>Construcción</i>	356	3	9	-8
<i>Servicios</i>	434	11	43	33

FUENTE: INE.

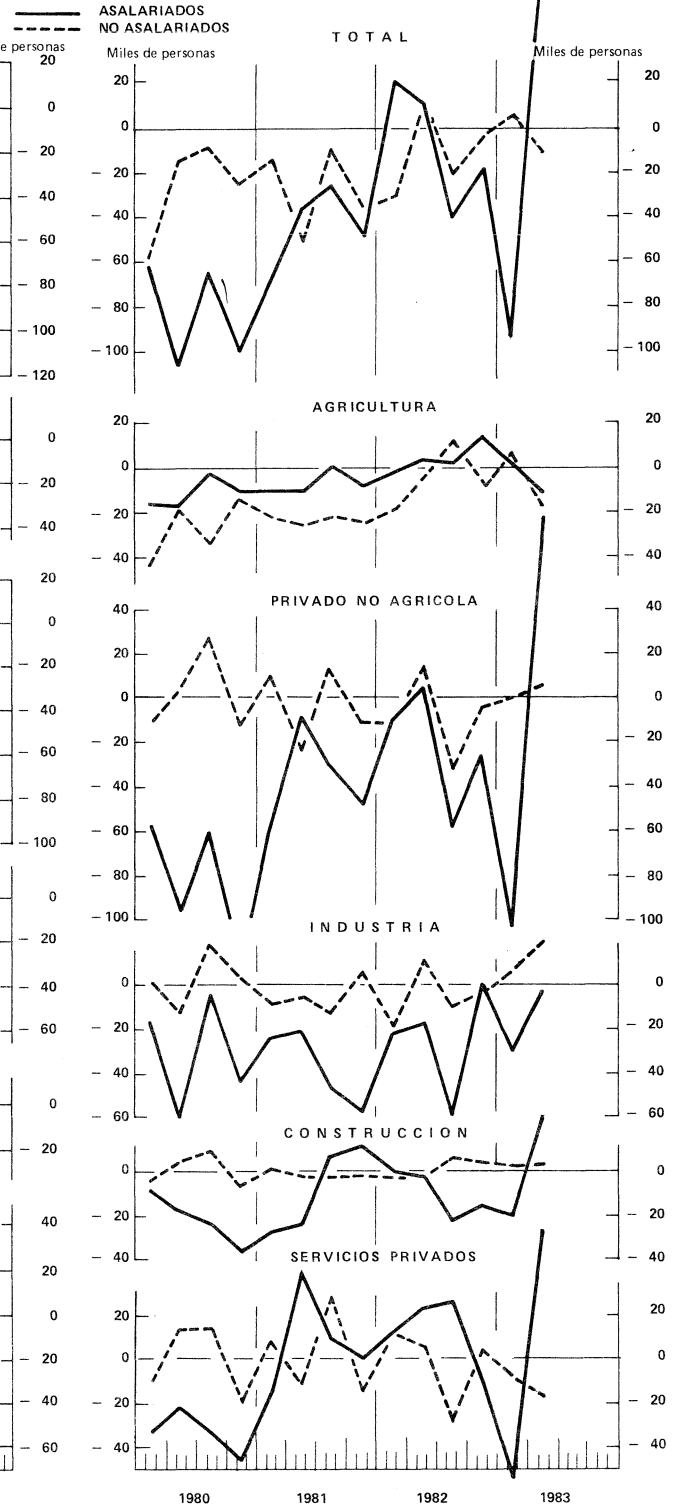
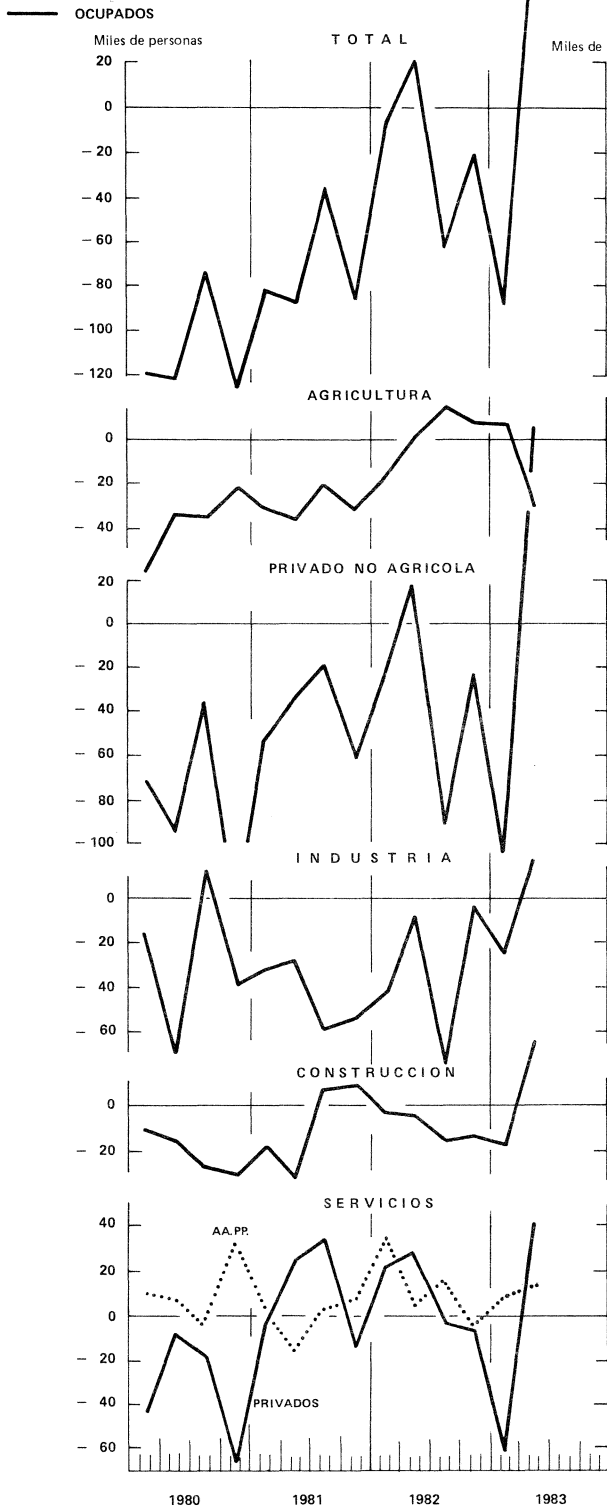
La reducción de la población activa, durante el semestre, en 41.000 personas ha hecho que el aumento del paro haya sido menor que la caída del empleo. Esta reducción, que ha hecho que la tasa de actividad pase del 48,3 %, que alcanzaba a finales de 1982, al 47,9 % en el segundo trimestre de este año, tiene su origen, por una parte, en que ha proseguido la caída de la tasa de actividad de los hombres, y, por otra, en que, por primera vez desde 1981, se ha reducido la de las mujeres. Sin embargo, nada permite pensar que se haya producido un cambio de tendencia en la desaceleración que durante los últimos años se venía registrando en la caída de la tasa de actividad que provocaba la creciente incorporación de la mujer al mercado de trabajo, pues, salvo el grupo de 20 a 24 años en el que la caída de la misma puede tener que ver con el fuerte aumento del paro que ha sufrido este estrato de población, en los demás grupos de edad de la población femenina no parece producirse ningún cambio sustancial.

Durante los primeros meses del año, el paro registrado, utilizando cifras desestacionalizadas, permaneció prácticamente estancado, pero a partir del verano parece haber acelerado su crecimiento. En efecto, en agosto, el paro registrado, siempre utilizando cifras desestacionalizadas, se elevaba a 2.253.000 personas,



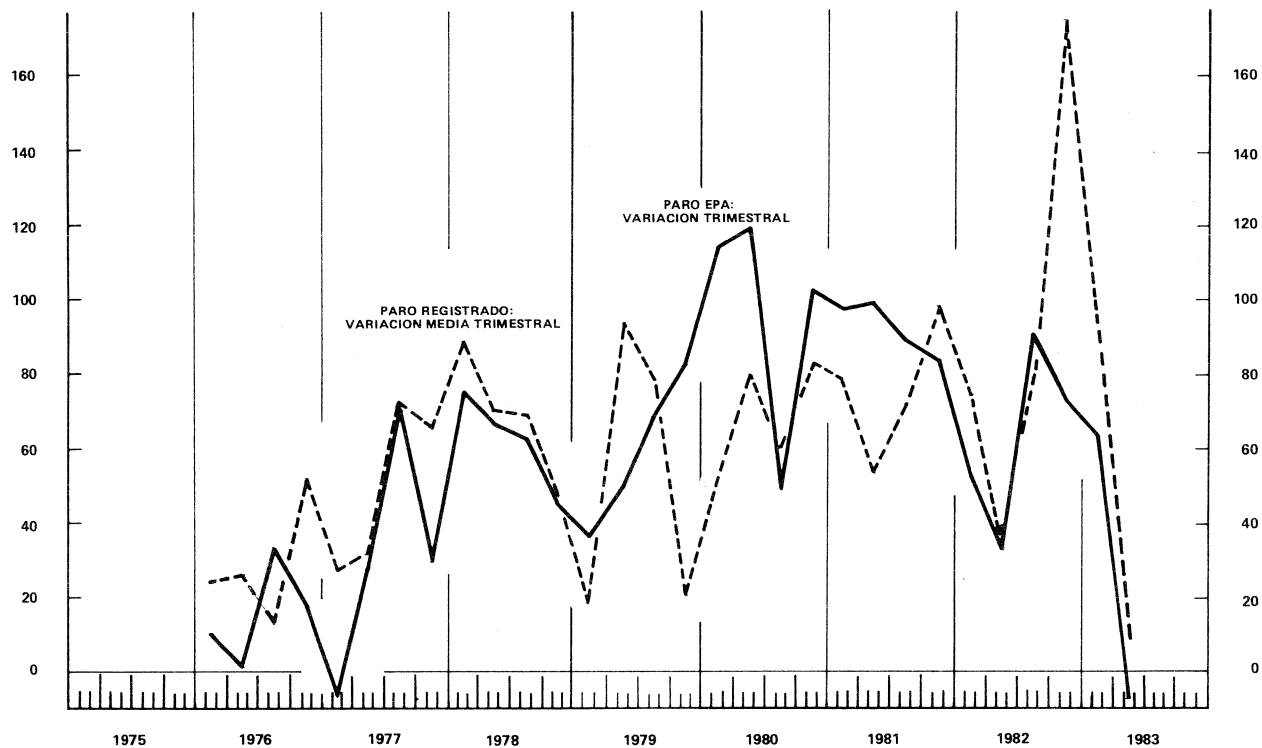
# 1. Evolución del empleo (\*)

(Variaciones en miles de personas)



Fuente: INE.

## 2. Comparación entre el paro de la encuesta y el paro registrado



lo que suponía 125.000 personas más que la cifra de diciembre y 113.000 más que la del mes de mayo, cuyo nivel era prácticamente similar al de finales de 1982. Aunque esta serie debe ser utilizada con cuidado, pues no indica el nivel del paro, sino sólo la parte del mismo que se ha inscrito en una oficina de empleo, estos datos pueden indicar que, en lo que va transcurrido de la segunda parte del año, el nivel de empleo y el paro pueden haberse deteriorado nuevamente.

24-IX-1983.

# Sector público

## Actividad presupuestaria del Estado en el período enero-julio

La actividad del Estado en los dos últimos meses ha producido una acentuación apreciable del déficit de las operaciones no financieras, cuyo nivel al finalizar julio, 848,2 m.m., prácticamente duplicaba el déficit de 428,6 m.m. correspondiente a los cinco primeros meses del año. Esta acentuación se ha producido a pesar de que se mantiene, e incluso ha mejorado, la evolución favorable de los ingresos no financieros, y está motivada por una aceleración de los pagos no financieros, con la que se ha recuperado parcialmente el retraso en la ejecución presupuestaria, que, como se ha reiterado en informes anteriores, tiene que ver con la tardía entrada en vigor del presupuesto del año. En efecto, el crecimiento de los ingresos no financieros ha pasado de un 25,6 % hasta mayo a un 27,5 % hasta julio. Y, sin perjuicio de que esta alza se explique por la rúbrica de transferencias, la evolución de los ingresos fiscales arroja unos resultados globales positivos (los avances sobre recaudación indican una mejora en agosto), con un aceptable grado de aproximación a las previsiones presupuestarias. El incremento de los pagos no financieros, por su parte, se ha elevado desde un 6,6 % hasta mayo a un 11,3 % hasta julio, persistiendo una actividad presupuestaria caracterizada por un nivel de ejecución global bajo y una irregularidad acusada en la trayectoria de las distintas partidas. La evolución reciente de los ingresos y pagos no ha impe-

### 1. Estado. Ingresos y pagos

	ENE-JUL	
	1983	1982
<b>SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>-848,2</b>	<b>-975,3</b>
<b>Ingresos</b>	<b>1.879,3</b>	<b>1.474,5</b>
Impuestos, tasas y otros ingresos	1.738,8	1.357,7
Transferencias	67,2	55,5
Otros ingresos	73,3	61,3
<b>Gastos</b>	<b>2.727,5</b>	<b>2.449,8</b>
Consumo público	790,0	719,8
Transferencias corrientes	1.276,6	1.122,0
Gastos de capital	515,1	498,8
Otros gastos	145,8	109,2
<b>FINANCIACION</b>	<b>848,2</b>	<b>975,3</b>
Emisión neta deuda pública y cédulas de inversión	349,0	104,4
Sector exterior	52,2	73,8
Dotaciones al Crédito Oficial	-135,5	-124,6
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	-76,2	55,7
Banco de España	658,7	866,0

didado que se mantenga una diferencia apreciable entre los crecimientos de los ingresos y los pagos, que explica que el déficit de los siete primeros meses de este año sea inferior en 127,1 m.m. al de igual período de 1982 (véase cuadro 1).

El aumento del déficit en junio y julio ha ocasionado un fuerte endeudamiento del Estado con el Banco de España, rompiéndose las pautas de financiación del mismo en los primeros meses del año. Hasta mayo, ese endeudamiento había sido de 175,0 m.m.; en los dos meses siguientes, ha crecido en 483,7 m.m., hasta alcanzar la cifra de 658,7 m.m. Esta magnitud es todavía inferior a los 866,0 m.m. correspondientes al período enero-julio del pasado año, lo que se explica, fundamentalmente, no sólo por la diferencia en el déficit, sino también por la colocación de pagarés del Tesoro que tuvo lugar hasta mayo, ya que, desde ese mes, las

emisiones netas casi se han estabilizado, cuantificándose hasta julio en 270 m.m. (7,9 m.m. hasta julio de 1982). Las repercusiones monetarias y crediticias de esa intensa apelación del Estado al Banco de España en los meses pasados se examinan en otro apartado de este boletín.

En el cuadro 2, se recoge la evolución de los ingresos no financieros hasta julio, en 1982 y 1983. El crecimiento de los impuestos directos entre ambos años es del 28,3 %, tasa que, a pesar de ser inferior en varios puntos a las previsiones presupuestarias, muestra unos resultados harto positivos, considerando el crecimiento de las rentas y las bases impositivas que está teniendo lugar. En particular, este juicio se adecúa a la trayectoria del impuesto sobre la renta de las personas físicas, con un incremento del 31,6 %. Dentro del mismo, las retenciones por trabajo personal se han incrementado en un 23,5 %, y a una tasa ligeramente más alta (26,2 %) las retenciones por rentas de capital. Registrada ya la parte fundamental de la recaudación de la cuota diferencial del impuesto, el crecimiento excepcional del 110,8 % exagera los resultados del ejercicio, ya que las devoluciones de los primeros meses de 1982 no tuvieron su correspondencia en 1983, al haberse concentrado y adelantado esas devoluciones a diciembre de aquel año. El impuesto sobre la renta de sociedades presenta un crecimiento más modesto (del 19,5 %), y sensiblemente desviado de las proyecciones de recaudación, lo que se debe a la evolución de la cuota diferencial, cuyo crecimiento es del 14,9 %. En los impuestos sobre el capital, se da un contraste entre el impuesto de sucesiones, con un fuerte aumento del 52,3 %, superior a lo previsto, y el del patrimonio, con un débil crecimiento del 1,9 %, muy inferior a lo proyectado.

El incremento de los impuestos indirectos se ha situado en el 27,2 % al finalizar julio, que se ajusta a las previsiones presupuestarias y muestra una evolución favorable de estos impuestos, sin perjuicio de la paulatina desaceleración que ha venido experimentando como reflejo de la disolución, a medida que transcurría el año, de los efectos de la contabilización en 1983 de ingresos derivados del consumo de productos petrolíferos. No obstante, estos efectos todavía motivan que los ingresos por la renta de monopolios, con un aumento del 255,3 %, y los impuestos especiales, con un aumento del 54,3 %, presenten unos resultados que no pueden justificarse por la evolución normal de los hechos impositivos sometidos a estos gravámenes. En el caso de la renta de monopolios, hay que tener en cuenta, además, que la diferencia entre las recaudaciones hasta julio de 1982 y de 1983 se debe a los 36,0 m.m. contabilizados en este último año, frente a

## 2. Estado. Ingresos no financieros

	m.m., %		
	ENE - JUL		Crecimiento 83/82
	Importe		
	1983	1982	
<b>INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	<b>1.879,3</b>	<b>1.474,5</b>	<b>27,5</b>
<b>Impuestos directos</b>	<b>760,9</b>	<b>592,9</b>	<b>28,3</b>
S/ Renta personas físicas	579,6	440,5	31,6
<i>Ret. trabajo personal</i>	416,7	337,5	23,5
<i>Ret. rentas de capital</i>	60,7	48,1	26,2
<i>Fraccionamientos</i>	14,3	13,2	8,3
<i>Cuota diferencial</i>	87,9	41,7	110,8
S/ Renta de sociedades	139,9	117,1	19,5
<i>Ret. rentas de capital</i>	60,6	48,1	26,0
<i>Cuota diferencial</i>	79,3	69,0	14,9
S/ Capital	24,0	19,3	24,4
<i>Sucesiones</i>	13,1	8,6	52,3
<i>Patrimonio</i>	10,9	10,7	1,9
Otros	17,4	16,0	8,7
<b>Impuestos indirectos</b>	<b>882,0</b>	<b>693,6</b>	<b>27,2</b>
Trans. patrim. y ac. jur. doc.	77,9	76,1	2,4
ITE	232,2	180,2	28,9
S/ Consumo	277,7	222,7	24,7
<i>Especiales</i>	174,6	133,5	30,8
<i>Lujo</i>	103,1	89,2	15,6
Aduanas	235,0	196,5	19,6
Monopolios	59,2	17,8	232,6
<b>Tasas y otros ingresos</b>	<b>95,9</b>	<b>71,3</b>	<b>34,5</b>
<b>Transferencias</b>	<b>67,2</b>	<b>55,5</b>	<b>21,1</b>
<b>Otros ingresos</b>	<b>73,3</b>	<b>61,2</b>	<b>19,8</b>
De dotaciones Crédito Oficial	51,7	42,2	22,5
Dividendos y otras rentas	9,8	6,5	50,8
Otros	11,8	12,5	-5,6

nada en el año anterior. Con excepción de esos impuestos y del caso del modesto aumento por transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, el resto de los impuestos indirectos muestra una evolución más acorde con la evolución de la actividad y el gasto en la economía, aun dentro de diferencias nada despreciables. Así, el ITE se ha incrementado en un 28,9 %; los derechos que gravan el comercio exterior, en un 19,6 %, y los impuestos sobre el lujo, en un 15,6 %.

En el resto de los ingresos no financieros, cabe resaltar el 34,5 % de incremento de las tasas, una expansión fuerte que se sitúa, no obstante, por debajo de las previsiones, y el 21,1 % de los ingresos por transferencias (fundamentalmente, contribuciones concertadas y loterías).

Ya se ha indicado que el 11,3 % de incremento de los pagos no financieros está determinado por el retraso en la aprobación del Presupuesto. En qué medida esto es así, se pone de manifiesto considerando que, al final de julio, los créditos totales presupuestados (iniciales más ampliaciones) para operaciones no financieras superaban en un 24,9 % a los créditos del período enero-julio de 1982. La discrepancia entre el crecimiento de los créditos del ejercicio corriente hasta julio y el de los pagos ordenados correspondientes varía considerablemente por partidas de gasto (véase cuadro 3), pero en todas ellas la diferencia es positiva, con excepción de las inversiones reales, y relevante, indicando que en los meses que faltan del año tenderá a producirse una aceleración sensible de los gastos públicos. Esas diferencias y los márgenes para la aceleración restan signifi-

ficado al crecimiento hasta julio de los pagos, tal y como se reflejan en el cuadro 4 (que incluye los pagos del ejercicio corriente y del período de ampliación).

Como puede observarse en dicho cuadro, el crecimiento de los pagos no financieros se descompone en unos aumentos del 9,8 % del consumo público, del 13,8 % de las transferencias corrientes y del 3,3 % de los gastos de capital. En el consumo público, las remuneraciones de personal y las compras de bienes y servicios han avanzado a ritmos equivalentes, aunque en aquéllas se registra un contraste acusado entre el bajo aumento de los sueldos (4,8 %) y el fuerte de los pagos por clases pasivas (30,5 %). En el caso de las transferencias corrientes, se observa una evolución dispar entre las destinadas a otras instituciones de las Administraciones Públicas, cuyos crecimientos son positivos, aunque no alcancen el nivel presupuestado, y las destinadas a empresas y familias, que registran decrecimientos y son en las que se concentran prioritariamente los efectos del retraso en la ejecución del presupuesto. En estas transferencias, cabe resaltar, aunque no tengan carácter presupuestario, el 43,1 % de crecimiento de los pagos por desgravación fiscal a la exportación. Por último, en los gastos de capital, se registra una evolución muy dispar entre las inversiones reales, cuyo aumento del 19,5 % se debe incluso a una ejecución presupuestaria más rápida en este año que en el anterior, y las transferencias, que, con un retroceso del 6,1 %, muestran un retraso considerable, aunque no homogéneo, en su ejecución. De nuevo, son las transferencias fuera de las Administraciones Públicas las que sufren con mayor rigor ese retraso.

### 3. Ejecución del presupuesto

Operaciones no financieras

m.m., %

	ENE - JUL					
	1983		1982		Crecimiento 83/82	
	Créditos totales	Pagos ordenados	Créditos totales	Pagos ordenados	Créditos totales	Pagos ordenados
<b>TOTAL</b>	<b>4.595,5</b>	<b>2.210,3</b>	<b>3.679,3</b>	<b>1.994,9</b>	<b>24,9</b>	<b>10,8</b>
<b>Operaciones corrientes</b>	<b>3.464,6</b>	<b>1.804,4</b>	<b>2.723,6</b>	<b>1.625,1</b>	<b>27,2</b>	<b>11,0</b>
Remuneraciones de personal	1.233,9	638,9	1.148,4	596,9	7,4	7,0
Compra de bienes y servicios	184,6	65,3	166,2	64,9	11,1	1,0
Intereses	188,7	39,6	83,9	29,1	124,9	36,1
Transferencias corrientes	1.857,4	1.060,6	1.325,1	934,2	40,2	13,5
<b>Operaciones de capital</b>	<b>1.129,9</b>	<b>405,9</b>	<b>955,7</b>	<b>369,8</b>	<b>18,2</b>	<b>9,8</b>
Inversiones reales	458,7	145,7	353,8	106,2	29,7	37,2
Transferencias de capital	671,2	260,2	601,9	263,6	11,5	-1,3

#### 4. Estado. Pagos no financieros

m.m., %

	ENE - JUL		Crecimiento 83/82
	Importe		
	1983	1982	
<b>TOTAL PAGOS (ORDENADOS)</b>	<b>2.727,5</b>	<b>2.449,8</b>	<b>11,3</b>
<b>Consumo público</b>	<b>790,0</b>	<b>719,8</b>	<b>9,8</b>
Remuneraciones de personal	690,7	629,6	9,7
Sueldos	533,8	509,4	4,8
Clases pasivas	156,9	120,2	30,5
Compra de bienes y servicios	99,3	90,2	10,1
<b>Transferencias corrientes</b>	<b>1.276,6</b>	<b>1.122,0</b>	<b>13,8</b>
Presupuestarias	1.094,4	972,4	12,6
Presupuesto corriente	1.060,6	934,2	13,5
A: OAA	259,4	230,1	12,7
Seguridad Social	372,4	315,2	18,2
Entes territoriales	232,2	154,3	50,5
Empresas	74,6	100,5	-25,8
Familias e i.s.f.l.	80,5	87,1	-7,6
Otras	41,5	47,0	-11,7
Período ampliación	33,8	38,2	-11,5
Desgravación fiscal exportación	160,1	111,9	43,1
Otras	22,1	37,7	-41,4
<b>Pagos de capital</b>	<b>515,1</b>	<b>498,8</b>	<b>3,3</b>
Inversiones reales	218,7	183,0	19,5
Transferencias	296,4	315,8	-6,1
Presupuesto corriente	260,2	263,6	-1,3
A: OAA	74,5	70,1	6,3
OAC	98,0	103,0	-4,9
Entes territoriales	21,8	19,1	14,1
Empresas	62,4	66,4	-6,0
Otras	3,5	5,0	-30,0
Período de ampliación	36,2	45,5	-20,4
Otras	-	6,7	-
<b>Otros pagos</b>	<b>155,8</b>	<b>109,2</b>	<b>42,7</b>
Intereses de cédulas	74,3	63,9	16,3
Otros intereses	70,9	43,2	64,1
Otros	0,6	2,1	-71,4

#### 5. Estado. Operaciones financieras

m.m.

	ENE-JUL	
	1983	1982
<b>SALDO OPERACIONES FINANCIERAS</b>	<b>848,2</b>	<b>975,2</b>
<b>Deuda pública y cédulas de inversión</b>	<b>349,0</b>	<b>104,4</b>
Pagarés del Tesoro	270,0	7,9
A medio y largo plazo	15,5	29,8
Emisiones brutas	45,6	40,0
Amortizaciones	-30,1	-10,2
Deuda no negociable	63,5	66,7
<b>Financiación exterior</b>	<b>52,2</b>	<b>73,8</b>
Créditos recibidos	60,7	75,3
Amortizaciones	-8,5	-1,5
<b>Dotaciones al Crédito Oficial</b>	<b>-135,5</b>	<b>-124,6</b>
<b>Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias</b>	<b>-76,2</b>	<b>55,7</b>
Otras operaciones	-53,0	-90,3
Desfases	-23,3	146,4
De los que op. pendientes de pago	-10,6	184,0
Discrepancia estadística	0,1	-0,4
<b>Banco de España</b>	<b>658,7</b>	<b>866,0</b>
C/c. del Tesoro	583,0	773,5
C/ especial Crédito Oficial	-3,1	-8,2
Otras cuentas del Estado	78,8	100,7

cial (dotaciones menos emisión de cédulas), 72,0 m.m., es equivalente al del periodo enero-julio de 1982; por último, la financiación exterior ha alcanzado 52,2 m.m. (73,8 m.m. en 1982), como resultado de una captación de fondos de 60,7 m.m. y unas amortizaciones de 8,5 m.m.

21-IX-1983.

En cuanto a las operaciones financieras, ya se han mencionado dos hechos destacables: la sustitución de una parte de la financiación a través del Banco de España por la emisión de Pagarés del Tesoro, que se concentró en los primeros cinco meses del año, y el intenso recurso del Tesoro al Banco de España en los dos meses siguientes. De otros aspectos de la financiación del déficit, cabe resaltar los escasos fondos netos aportados por la deuda a medio y largo plazo, cuyas emisiones brutas de 45,6 m.m. quedan reducidas a 15,5 m.m., una vez deducidas las amortizaciones; el saldo deficitario de las operaciones con el Crédito Ofi-

# Los mercados de valores en el primer semestre de 1983

Los tipos de interés registraron en los mercados monetarios una leve tendencia a la baja en el primer trimestre de 1982. Este movimiento se vio truncado, a partir del mes de abril, por los efectos que, sobre un trasfondo de necesidades financieras del sector público rápidamente crecientes, ejerció el cambio de tónica de la política monetaria impuesto por la evolución adversa del sector exterior y por la necesidad de quebrar las expectativas inflacionistas relacionadas con el deterioro de los mercados cambiarios. En el segundo trimestre, se produjo un proceso generalizado de elevación de tipos de interés, que se propagó desde el mercado interbancario hacia los instrumentos de deuda a corto plazo y a los segmentos más sensibles del mercado de renta variable (eléctricas). En los mercados secundarios de renta fija, se consolidó, en este segundo trimestre, la tendencia ascendente iniciada en ellos a comienzos de año. El semestre finalizó con unos tipos nominales muy elevados para la generalidad de instrumentos y mercados, y unos tipos reales también muy altos.

## 1. Mercados de valores: Clasificación por agentes e instrumentos

m.m.

	II TR		I SE	
	1982	1983	1982	1983
<b>EMISIONES NETAS:</b>				
<b>Administraciones públicas</b>	<b>48,0</b>	<b>109,2</b>	<b>62,4</b>	<b>344,9</b>
Títulos del mercado monetario	0,7	84,6	0,7	315,7
Títulos de renta fija	47,3	24,6	61,7	29,2
<b>Empresas</b>	<b>67,7</b>	<b>102,1</b>	<b>133,8</b>	<b>208,5</b>
Títulos del mercado monetario	48,3	73,4	81,4	147,0
Títulos de renta fija	4,0	8,0	17,0	20,0
Títulos de renta variable	15,4	20,7	35,4	41,5
<b>Instituciones financieras</b>	<b>58,7</b>	<b>105,6</b>	<b>91,6</b>	<b>222,7</b>
Títulos del mercado monetario	43,5	101,4	73,0	207,9
Títulos de renta fija	5,0	-4,9	4,9	1,0
Títulos de renta variable	10,2	9,1	13,7	13,8
<b>EMISIONES NETAS=COLOCACIONES:</b>				
Títulos del mercado monetario	92,5	259,4	155,1	670,6
Títulos de renta fija	56,3	27,7	83,6	50,2
Títulos de renta variable	25,6	29,8	49,1	55,3
<b>COLOCACIONES:</b>				
<b>Sistema crediticio</b>	<b>-27,0</b>	<b>19,8</b>	<b>30,3</b>	<b>123,8</b>
Títulos del mercado monetario	-13,5	-8,2	-16,7	80,2
Títulos de renta fija	18,0	4,9	55,7	19,5
Títulos de renta variable	-31,5	23,1	-8,7	24,1
<b>Resto</b>	<b>201,4</b>	<b>297,1</b>	<b>257,5</b>	<b>652,3</b>
Títulos del mercado monetario	106,0	267,6	171,8	590,4
Títulos de renta fija	38,3	22,8	27,9	30,7
Títulos de renta variable	57,1	6,7	57,8	31,2

FUENTE: Consolidación de los cuadros 2, 3 y 6.

Dentro de este contexto, el rápido e importante crecimiento de la financiación instrumentada a través de títulos del mercado monetario por todos los agentes económicos ha constituido la nota dominante de los mercados financieros en el primer semestre de 1983 (véase cuadro 1). Los mercados tradicionales de valores, por su parte, no han experimentado variaciones significativas en este período; dentro de éstos, la caída en términos netos de las emisiones de renta fija, debido al comportamiento de las Administraciones Públicas, y el leve incremento en la captación de recursos mediante ampliaciones de capital, respecto al mismo período del año anterior, se han producido dentro de unos niveles de escasa relevancia, en comparación con los fondos demandados en los mercados monetarios, pero en línea con los volúmenes registrados en los últimos años.

A la creciente y continuada progresión en la ganancia de cuota de mercado por parte de las Administraciones Públicas, basada en las emisiones de pagarés del Tesoro, debe sumarse la consolidación al alza de las emisiones de títulos en los mercados monetarios por parte del sistema crediticio (bonos bancarios y títulos hipotecarios), que, a su vez, ha mantenido en términos similares al año anterior sus ampliaciones de capital. Las empresas no financieras han afianzado también el ritmo de crecimiento de la financiación recabada en los últimos años mediante letras de cambio y han utilizado los pagarés de empresa como nuevo instrumento de captación de fondos (valiéndose, en ambos casos, de la mediación bancaria), acomodándose así a las exigencias del público; en el mercado de renta fija, limitado a una demanda institucional cada vez menos activa, han mejorado ligeramente el volumen de sus colocaciones netas, pero no han sido capaces de generar una demanda alternativa importante en su tramo libre; en el mercado de renta variable, aunque han elevado el ritmo de sus colocaciones, éstas han permanecido dentro de unos niveles de discreta significación.

En el proceso de reordenación de carteras, el sistema crediticio —fundamentalmente, la banca— ha compensado, en parte, sus adquisiciones de pagarés del Tesoro con una desinversión en renta fija de las Administraciones Públicas, mientras que ha elevado sus tenencias tanto de renta fija de empresas como de renta variable; las cajas de ahorro, por su parte, se han limitado a cubrir sus coeficientes de inversión obligatoria con adquisiciones de títulos de renta fija emitidos por las empresas. El resto de los agentes económicos, que ha absorbido casi el 90 % de los títulos del mercado monetario y disminuido alternativamente su adquisición de depósitos en el sistema crediticio, ha mantenido en niveles similares al año anterior sus compras netas de títulos de renta fija —particularmente, deudas

del Estado— y ha desacelerado los de renta variable. Este descenso debe matizarse, sin embargo, ya que no responde en la magnitud que muestran las cifras del cuadro 1 al comportamiento de estos sectores no crediticios, sino que es consecuencia, en gran medida, de haber obtenido los datos por residuo y no haber consolidado, dentro del sistema crediticio, la cartera del Fondo de Garantía de Depósitos, que realizó importantes operaciones con bancos en crisis.

## MERCADOS MONETARIOS

En el primer semestre de este año, se ha consolidado el proceso de fuerte expansión de los títulos negociados en el mercado monetario, que han alcanzado un volumen neto de emisiones de 670,7 m.m. El desarrollo de este tipo de activos, dotados de un alto grado de liquidez y fuertemente competitivos con los pasivos bancarios tradicionales, se inscribe en el marco de un desplazamiento generalizado de las preferencias del público por el corto plazo, fruto de un lento proceso de aprendizaje, que ha sensibilizado a los ahorradores frente al riesgo en una situación persistente de tasas de inflación altas y variables, y apoyado también en las ventajas fiscales que brindan estos activos.

El cambio de instrumentación en la captación de fondos por parte del Tesoro y de las empresas, reflejado en la fuerte expansión de las emisiones de títulos a corto plazo, sólo ha afectado marginalmente al mercado de renta fija a medio y largo plazo, encasillado desde hace años (excepto la deuda del Estado) en los angostos límites de una demanda institucional compulsiva y sin posibilidades de perder mayor cuota de mercado que las derivadas estrictamente de la reducción de los coeficientes de inversión obligatoria de las cajas de ahorro y la amortización del reducido saldo vivo del resto de los agentes. El desplazamiento hacia los títulos del mercado monetario se ha producido, por tanto, en detrimento del avance de los depósitos bancarios. En unos casos, por la competitividad que aquellos activos ejercen directamente sobre éstos, y, en otros, porque la elevación de costes que ha debido soportar el sistema bancario en los últimos tiempos, a través de los coeficientes de caja y de depósitos obligatorios, ha empujado a éste a desarrollar nuevas técnicas que le permitieran afrontar la nueva situación con el menor deterioro posible para su cuenta de resultados. Como consecuencia, la banca comercial sustituyó, en ocasiones, su actividad tradicional de vendedora de depósitos y compradora de inversiones crediticias por actuaciones de intermediario financiero en los mercados de letras y pagarés de empresa y del Estado, y la banca industrial y las cajas de ahorro utilizaron, a su vez, la alternativa de



potenciar aquellos instrumentos de captación de fondos con ventaja comparativa sobre el resto de sus productos: los bonos de caja y los títulos hipotecarios.

## Mercado primario

La decidida voluntad del Tesoro de utilizar la deuda a corto plazo como pieza importante de su política de financiación del déficit ha convertido este instrumento en el activo más dinámico del mercado. Sus emisiones netas han ascendido a 315,7 m.m. en el semestre (véase cuadro 2), aunque a finales del período encontró dificultades para mantener el ritmo de crecimiento de sus colocaciones, como lo muestra el hecho de que unos 3/4 del total se emitieran en el primer trimestre y sólo 1/4, aproximadamente, en el segundo. La banca,

que participó activamente en este mercado en los primeros meses del año, se limitó a mantener en el segundo trimestre el volumen adquirido previamente.

Las empresas acrecentaron su flujo de financiación a través de letras intervenidas por la banca (102,0 m.m.), a pesar del declive iniciado en los últimos meses de 1982 en el mercado bursátil, como consecuencia de ciertos temores de orden fiscal que han persistido a lo largo de todo el semestre (-18,6 m.m.); esta reducción ha sido, sin embargo, compensada ampliamente en el tramo no canalizado por este mercado (120,4 m.m. frente a 64,8 m.m. en 1982). A su vez, y en colaboración con la banca, las empresas han incrementado su financiación a través de los pagarés; aunque es difícil avanzar una cifra exacta de su volumen de colocaciones, las informaciones disponibles permiten aventurar como razonable la estimación de 45 m.m. en el primer semestre, en el supuesto de que las colocaciones extrabursátiles se elevaron a 2/3 del total, aproximadamente.

### 2. Mercados monetarios

m.m.

	II TR		I SE	
	1982	1983	1982	1983
<b>EMISIONES NETAS:</b>				
<b>Administraciones públicas</b>	<b>0,7</b>	<b>84,6</b>	<b>0,7</b>	<b>315,7</b>
Pagarés del Tesoro	0,7	84,6	0,7	315,7
<b>Empresas</b>	<b>48,3</b>	<b>73,4</b>	<b>81,4</b>	<b>147,0</b>
Letras	48,3	48,4	81,4	102,0
Negociadas en bolsa	8,9	-8,0	16,6	-18,6
Otras	39,4	56,4	64,8	120,4
Pagarés de empresa (a)	-	25,0	-	45,0
<b>Instituciones financieras</b>	<b>43,5</b>	<b>101,4</b>	<b>73,0</b>	<b>208,0</b>
CRM (b)	8,7	23,0	15,6	62,5
Bonos de caja y tesorería (c)	32,5	35,0	55,1	51,1
Títulos hipotecarios (d)	2,3	43,4	2,3	94,4
<b>EMISIONES NETAS = COLOCACIONES:</b>	<b>92,5</b>	<b>259,4</b>	<b>155,1</b>	<b>670,7</b>
<b>COLOCACIONES:</b>				
<b>Sistema crediticio</b>	<b>-13,5</b>	<b>-8,2</b>	<b>-16,7</b>	<b>80,2</b>
Pagarés del Tesoro	- 5,7	-3,0	-15,7	88,4
Bonos de caja	2,2	-5,2	- 1,0	- 8,2
<b>Resto</b>	<b>106,0</b>	<b>267,6</b>	<b>171,8</b>	<b>590,5</b>
Pagarés del Tesoro	16,4	87,6	16,4	227,3
Letras	48,3	48,4	81,4	102,0
Pagarés de empresa	-	25,0	-	45,0
CRM	8,7	23,0	15,6	62,5
Bonos de caja y tesorería	30,3	40,2	56,1	59,3
Títulos hipotecarios	2,3	43,4	2,3	94,4

(a) Estimación.

(b) Colocados fuera del sistema crediticio.

(c) Bonos de caja (36,0 m.m.), bonos de tesorería bancarios (6,3 m.m.) y bonos de tesorería de las cajas de ahorro (8,8 m.m.) en el 2.º trimestre de 1983.

(d) Emitidos por bancos (7,4 m.m.), cajas (86,4 m.m.) y créditos oficial (0,6 m.m.) en el 2.º semestre de 1983.

FUENTE: Banco de España.

Todos los activos cuasimonetarios emitidos por las instituciones financieras -reducidos, de hecho, a emisiones del sistema crediticio- han experimentado un comportamiento dinámico en el período analizado. Los CRM adquiridos por agentes financieros ajenos al sistema crediticio (cooperativas de crédito y otras instituciones financieras autorizadas) alcanzaron la importante cifra de 62,5 m.m., como consecuencia de las ventajas comparativas derivadas de su alta rentabilidad. El rápido crecimiento de las emisiones de títulos hipotecarios (94,4 m.m.) y el mantenimiento del fuerte ritmo de colocación de bonos de caja y tesorería (51,1 m.m.) ya ha sido comentado anteriormente. Debe señalarse, sin embargo, el mayor dinamismo de las cajas, a las que corresponden 86,4 m.m. de los títulos hipotecarios y 8,8 m.m. de los bonos de tesorería colocados (en este período de 1982, no habían comenzado a operar todavía), frente a la estabilidad de los bonos de caja de la banca industrial (36,0 m.m. en 1983 y 35,2 m.m. en 1982) y la fuerte reducción en las emisiones de bonos de tesorería de la banca comercial (6,3 m.m., frente a 22,6 m.m. en el primer semestre de 1982), dificultadas, sin duda, por la mala coyuntura bursátil, habida cuenta de que, en este caso, solía tratarse de títulos convertibles; en cuanto a los títulos hipotecarios, se emitieron por la banca (7,4 m.m.) en forma de participaciones, que fueron suscritas por sus sociedades filiales de crédito hipotecario en garantía de las cédulas que éstas emitían para el público.

## Mercado secundario

La contratación en Bolsa de pagarés del Tesoro a vencimiento alcanzó algo más de 10 m.m. durante el

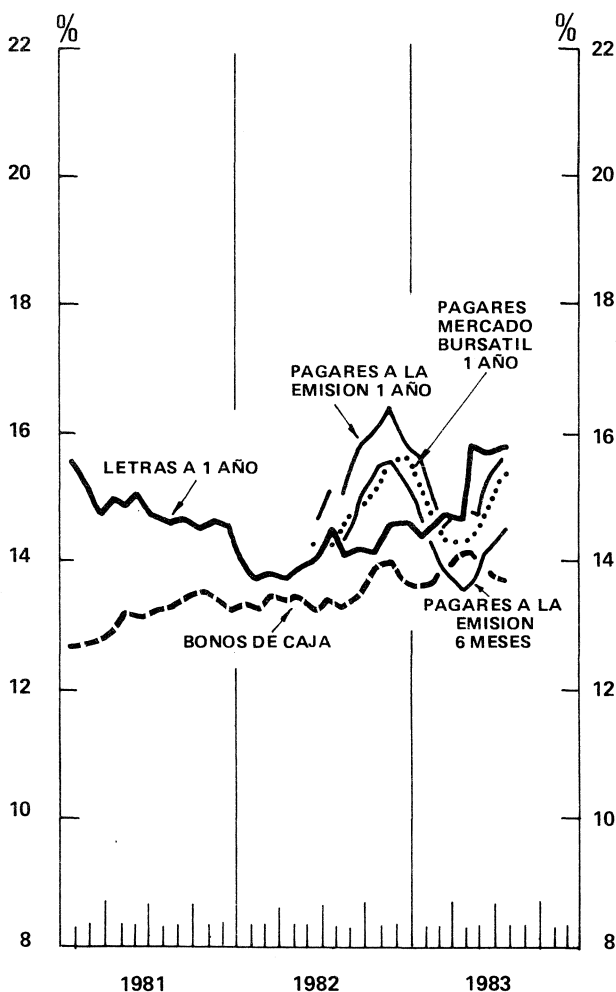
primer semestre de 1983 (véase cuadro 7), mientras que las operaciones dobles superaban los 13,5 m.m. Estas cifras no reflejan exactamente la evolución del mercado, pues, si bien las operaciones a vencimiento se encuentran estabilizadas en niveles muy inferiores a los alcanzados a finales de 1982, las operaciones con pacto de recompra, y especialmente las de muy corto plazo —menos de doce días—, siguieron una trayectoria ascendente, contabilizándose sólo en el mes de junio transacciones por valor de 4,6 m.m. La caída en el nivel de actividad de las operaciones a vencimiento aparece relacionada con el Real Decreto Ley 24/1982, de 28 de diciembre, y con la mayor transparencia fiscal que de él se derivaba. En cuanto a los tipos de interés practicados (véase gráfico 1), al descenso registrado hasta abril sucedió una elevación continuada, de forma que, en junio, superaban ya el 15 % en el mercado secundario, y en el mercado primario alcanzaban el 15,4 % para el

plazo de un año. La diferencia entre los tipos obtenidos en la negociación bursátil y el tipo medio de subasta del Banco de España se ha reducido sustancialmente, desde casi el 1 % en los comienzos del mercado a mediados de 1982 a los actuales de 0,3-0,4 %, diferencia explicable por los márgenes y costes de intermediación de los operadores del mercado bursátil y por la periodicidad quincenal de las subastas.

La contratación de letras bursátiles ha seguido un proceso similar al de los pagarés del Tesoro, aunque más acusado. La negociación ha descendido un 40 % en el primer semestre de este año con respecto al mismo período de 1982, a causa del progresivo alejamiento del mercado de los bancos nacionales, y especialmente de la banca industrial, que, en 1982, fue la máxima proveedora de efectos. En consecuencia, la proporción de letras canalizadas por el mercado bursátil ha ido descendiendo desde más del 50 % en 1981 a un escaso 16 % en junio de 1983. Solamente la banca extranjera, condicionada por sus peculiaridades en cuanto a clientela y fuentes de financiación, continúa endosando un porcentaje importante de sus efectos a través de las Bolsas, y ha pasado a convertirse en oferente casi exclusiva del mercado. En cuanto a tipos de interés, para las letras a un año, el rendimiento ha pasado desde el 14,3 % en enero al 15,7 % en junio, nivel sin precedente en este mercado. El diferencial positivo con los pagarés del Tesoro oscila alrededor del 0,5 a 1 punto porcentuales, según sean letras a 1 año ó 6 meses, respectivamente. En relación con esto, es de señalar la inversión del diferencial entre los rendimientos de letras y pagarés del Tesoro registrados, desde marzo de 1983, debido, probablemente, a la influencia de las medidas de transparencia fiscal contenidas en el citado Real Decreto Ley 24/1982 y confirmadas por Ley 5/1983, de 29 de junio. Al igualarse las posibilidades de tratamiento fiscal de ambos mercados, la prima pagada por la mayor opacidad fiscal del mercado de letras (que fue hasta de 1,2 puntos en octubre de 1982) desaparece, haciéndose coherentes las rentabilidades comparadas de letras y pagarés del Tesoro, que presentan ahora unos márgenes a favor de éstos de alrededor de 0,5 puntos porcentuales, y manifiestan así el diferencial de riesgo entre ambos activos (véase gráfico 1).

En el mercado bursátil de pagarés de empresa, iniciado en el último trimestre de 1982, se contrataron 14,1 m.m. en el período enero-junio de 1983, con una trayectoria levemente ascendente a lo largo del mismo. Sus tipos de interés se situaron ligeramente por encima de los de las letras, y, al igual que ocurrió con los activos analizados anteriormente, crecieron en el segundo trimestre.

1. Tipos de interés a corto:  
Títulos negociables



La contratación en los mercados de valores de bonos bancarios ha experimentado un leve aumento del 3 % en el primer semestre de 1983, sobre igual período del 82, situándose en casi 33 m.m. de pesetas (véase cuadro 7). A pesar de esta modesta cifra de incremento, hay que hacer notar que el mercado se ha comportado de forma mucho más activa, hecho que se ve encubierto por la cifra excepcionalmente elevada de transacciones (casi 14,0 m.m.) registrada en junio de 1982, como resultado de operaciones con grandes paquetes por parte de agentes institucionales. Los tipos de rendimiento han experimentado muy escasa variación, dado el carácter particular de estos títulos, que los asimila bastante más a los depósitos bancarios que a los títulos de renta fija emitidos por otros agentes. Los bancos emisores han seguido manteniendo las cotizaciones alrededor de la par, garantizando así a sus clientes una rentabilidad prefijada y una liquidez casi inmediata.

En cuanto a los títulos hipotecarios, no han llegado a cotizar en Bolsa en cantidades significativas, manifestándose así el escaso atractivo que para los mayores emisores —las cajas de ahorro— tiene el acceso de estos títulos al mercado secundario. En efecto, la venta de títulos y su posterior recompra «en ventanilla», facilitada por la posibilidad de negociar estos títulos sin la intervención de un Agente Colegiado, permite a los emisores una mayor flexibilidad en la fijación de sus precios en relación a cada cliente. Parece claro, de esta forma, que el desarrollo de un mercado secundario organizado de títulos hipotecarios se ve enormemente constreñido por la escasa incidencia que hasta ahora han tenido las sociedades especializadas en la colocación de sus títulos.

## MERCADO DE RENTA FIJA

### Mercado primario

La caída en más de un 40 % (véase cuadro 3) de las colocaciones de renta fija, respecto al primer semestre de 1982, tiene su explicación en la fuerte reducción en la colocación de deuda por parte de las Corporaciones Locales (7,0 m.m., frente a 27,8 m.m. en igual período del año anterior), y en los pobres resultados de la emisión de deuda amortizable puesta en circulación por el Estado en el mes de junio al 14 % y a 6 años, en la que sólo colocó 5,2 m.m. de los 25,0 m.m. ofertados.

Las empresas no financieras han mantenido, en conjunto, el volumen neto de sus emisiones. Por subgrupos, el INI ha mejorado sustancialmente frente a su comportamiento del año anterior, pasando de -1,5 m.m. a 4,2 m.m.; las compañías eléctricas, a pe-

sar de haberse mostrado menos activas, han continuado siendo el agente que mayor volumen de títulos netos ha situado en el mercado; la no comparecencia de otros grandes emisores (v.g. Renfe) o la reducción de colocaciones en otros casos (v.g. Telefónica) ha estado compensada con un desplazamiento de éstos hacia los pagarés de empresa. Para el resto de emisores privados cuyos títulos no gozan de computabilidad, sus amortizaciones han superado largamente a sus colocaciones brutas. El exceso de oferta de títulos computables en el coeficiente de inversión obligatoria de las cajas de ahorro que se viene produciendo en un contexto de reducción programada de los mismos, la inexistencia de un mercado desarrollado de renta fija, y, en fin, las preferencias de los inversores por posiciones más líquidas, son factores que no han permitido a las empresas potenciar de forma relevante su actuación a través de este mercado.

### 3. Mercado de renta fija

	m.m.			
	II TR		I SE	
	1982	1983	1982	1983
<b>EMISIONES NETAS:</b>				
Deudas de las Administraciones públicas (a)	47,3	24,6	61,7	29,2
Renta fija de empresas (b)	4,0	8,0	17,0	20,0
Renta fija de instituciones financieras (c)	5,0	-4,9	4,9	1,0
<b>EMISIONES NETAS=COLOCACIONES</b>	<b>56,3</b>	<b>27,7</b>	<b>83,6</b>	<b>50,2</b>
<b>COLOCACIONES:</b>				
<b>Sistema crediticio</b>	<b>18,0</b>	<b>4,9</b>	<b>55,7</b>	<b>19,5</b>
Deudas de las Administraciones públicas	14,3(d)	-9,1	30,4(d)	-9,1
Renta fija de empresas	3,3	11,4	24,8	26,0
Renta fija de instituciones financieras	0,4	2,6	0,5	2,6
<b>Resto</b>	<b>38,3</b>	<b>22,8</b>	<b>27,9</b>	<b>30,7</b>
Deudas de las Administraciones públicas	33,0	33,7	31,3	38,3
Renta fija de empresas	0,7	-3,4	-7,8	-6,0
Renta fija de instituciones financieras	4,6	-7,5	4,4	-1,6

(a) No incluye la deuda asumida del INI.

(b) Estimación. Incluye las amortizaciones de emisiones del INI asumidas por el Estado.

(c) Crédito oficial y entidades financieras no bancarias.

(d) Incluye los 16,4 m.m. suscritos por la banca y las cajas de ahorro, que se desembolsaron en el mes de julio.

FUENTE: Dirección General del Tesoro y Política Financiera y Banco de España.

Las emisiones de instituciones financieras, que aparecen en el cuadro 3, recogen las emisiones no hipotecarias (Ley 2/1981) del crédito oficial y las puestas en circulación por las sociedades de crédito hipotecario. El brusco descenso de las colocaciones netas del primero (-5,9 m.m.) ha quedado compensado por las emisiones de las segundas, cuyas colocaciones pueden estimarse en 6,9 m.m. En ambos casos, la carencia de una amplia red comercial que les permitiera competir frente a los instrumentos emitidos por los bancos privados y por las cajas de ahorro, y las inferiores condiciones de rendimiento, o de riesgo, frente a las emisiones de otros agentes, explican las dificultades que han encontrado para colocar sus títulos.

En cuanto a las carteras, la nota más significativa reside en el diferente comportamiento del sistema crediticio en la suscripción de deuda de las Administraciones Públicas en 1982 y 1983. Las compras netas de 14,0 m.m. en el primer semestre de 1982, frente a la desinversión de 9,1 m.m. en el mismo período del presente año, viene explicada, en parte, por la ya mencionada reducción de las emisiones de las Corporaciones Locales —reflejada en la cartera de las cajas de ahorro—, y, en parte, por la suscripción de deuda del Estado, cuya incidencia afectó casi por completo a la cartera de la banca; mientras que, en junio de 1982,

#### 4. Emisiones de títulos de renta fija

Tipo nominal de interés a la emisión (a) m.m.

	1982	I SE 1983
ADMINISTRACIONES PUBLICAS:		
<b>Estado:</b>		
Emisiones con derecho a desgravación	12,6	14,0
Emisiones sin derecho a desgravación	16,0	15,5
<b>Entes autonómicos:</b>		
Emisiones computables	13,1	12,2
Emisiones no computables	12,8	—
<b>Corporaciones locales</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>
EMPRESAS NO FINANCIERAS:		
<b>INI</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>
<b>Eléctricas:</b>		
Emisiones computables	14,3	14,3
Emisiones no computables	14,1	—
<b>Telefónica</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>
<b>Otras empresas privadas (b)</b>	<b>14,1</b>	<b>15,5</b>
INSTITUCIONES FINANCIERAS:		
<b>Crédito oficial:</b>		
Emisiones computables (c)	10,5	10,5
Emisiones no computables	13,0	—

- (a) Media ponderada por el volumen de emisiones en oferta pública.  
 (b) No incluye emisiones a tipos de interés que no eran de mercado.  
 (c) Banco de Crédito Agrícola.

FUENTE: Folletos de emisión, Dirección General del Tesoro y Política Financiera y Banco de España.

#### 5. Emisiones de títulos de renta fija

Plazo medio de amortización (a) m.m.

	1982	I SE 1983
ADMINISTRACIONES PUBLICAS:		
<b>Estado:</b>		
Emisiones con derecho a desgravación	3,2	6,0
Emisiones sin derecho a desgravación	2,0	3,0
<b>Entes autonómicos:</b>		
Emisiones computables	6,3	6,5
Emisiones no computables	3,7	—
<b>Corporaciones locales</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>
EMPRESAS NO FINANCIERAS:		
<b>INI</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>
<b>Eléctricas:</b>		
Emisiones computables	6,5	6,5
Emisiones no computables	6,0	—
<b>Telefónica</b>	<b>6,5</b>	<b>6,5</b>
<b>Otras empresas privadas (b)</b>	<b>6,0</b>	<b>5,2</b>
INSTITUCIONES FINANCIERAS:		
<b>Crédito oficial:</b>		
Emisiones computables (c)	5,0	4,0
Emisiones no computables	3,0	—

- (a) Media ponderada por el volumen de emisiones puestas en oferta pública. En aquellos casos en que existen varias opciones de amortización se toma como plazo el de la primera opción.  
 (b) No incluye emisiones a tipos de interés que no eran de mercado.  
 (c) Banco de Crédito Agrícola.

FUENTE: Folletos de emisión, Dirección General del Tesoro y Política Financiera y Banco de España.

debieron absorber 16,4 m.m. que habían asegurado y que no fueron suscritos por el público, este año se han limitado a amortizar los importes que les vencían y no han accedido, prácticamente, a nuevas suscripciones ante la existencia de mejores alternativas.

Los cuadros 4 y 5 detallan el comportamiento de los tipos nominales de interés y del plazo medio de amortización de las emisiones de renta fija. Las variaciones más importantes con respecto al año anterior se producen en la deuda pública, ya que el Estado intentó consolidar a un plazo más dilatado el vencimiento medio de la deuda en circulación materializada en títulos a medio plazo. En el caso de los bonos del Estado, en la emisión de mayo, se amplió la vida de estos títulos de 2 a 3 años y se redujo el tipo de interés nominal en medio punto, hasta fijarlo en el 15,5 %. En esta misma línea, se inscribe la emisión de deuda del Estado del mes de junio, con un vencimiento a seis años y un tipo de interés del 14 %, que tuvo una escasa acogida en el mercado.

Únicamente el INI acompañó al Estado en la ampliación del plazo de amortización de las emisiones realizadas en 1983, haciéndolo en medio año (hasta 7,5), mientras que el resto de los agentes, con escasas ex-

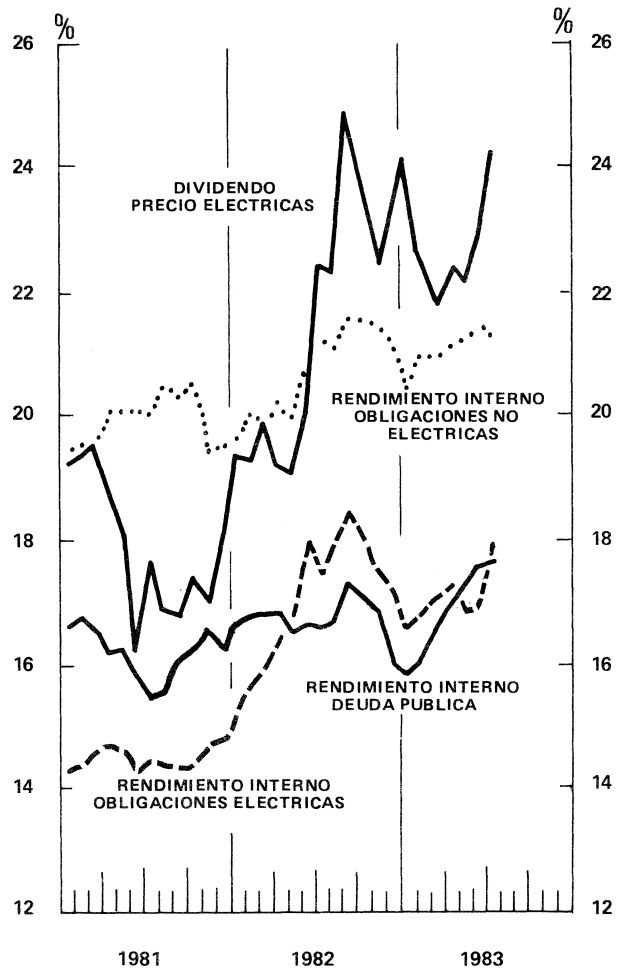
cepciones, mantenía el plazo de 6,5 años necesario para su computabilidad en los coeficientes de las cajas de ahorro, sin variaciones reseñables en los tipos. Solamente Telefónica los elevó del 14,25 al 15 %, con el fin de compensar la pérdida que suponían para el inversor las modificaciones relativas a las retenciones sobre los intereses, al no gozar esta emisión de la bonificación del 95 % sobre el antiguo impuesto de las rentas del capital que disfrutaban las anteriores emisiones. En las emisiones no computables, particularmente de obligaciones privadas, se observa un acortamiento de los plazos de emisión y un alza en los tipos —de casi 1,5 puntos—, coherente con el endurecimiento de las condiciones del mercado.

## Mercado secundario

La negociación en los mercados de valores de títulos de renta fija experimentó un incremento de casi el 90 % en el primer semestre de 1983, en comparación con el mismo período del año anterior (véase cuadro 6). Tanto la deuda pública como las obligaciones privadas no financieras —en gran parte, de empresas eléctricas— duplicaron su cifra de contratación, lo que, en el primer caso, es fruto del continuo incremento de los volúmenes en circulación de emisiones con tipos de interés competitivos. En el caso de las obligaciones privadas, y a pesar del crecimiento consignado, la contratación sigue sin superar unos volúmenes muy modestos, inferiores a los mil millones mensuales para el conjunto de las cuatro bolsas de valores.

En lo que se refiere a rendimientos (véase gráfico 2), se ha observado un alza sustancial, tanto en la deuda pública como en los títulos privados. El rendimiento interno medio ponderado de las deudas del Estado aumentó desde el 15,8 % en enero al 17,6 % en junio de 1983; las diferencias de rentabilidad de pagarés y deuda superan, desde marzo de 1983, los dos puntos porcentuales como prima por mantener posiciones menos líquidas frente a un mismo prestatario. Por su parte, las obligaciones privadas no bancarias, tanto eléctricas como no eléctricas, acusan una tendencia ascendente desde enero de 1983, que sucede a un período de baja de los tipos durante el último trimestre de 1982. El perfil de esta tendencia fue, sin embargo, ligeramente diferente para cada grupo, a lo largo de estos meses. Así, mientras que el rendimiento de las obligaciones no eléctricas se estabilizó, desde abril, en torno al 21 %, las obligaciones eléctricas mantuvieron la tendencia al alza, como quedó confirmado en julio, tras la inflexión de los meses de mayo y junio, permaneciendo entre ambos, a lo largo del semestre, un diferencial de unos tres puntos.

2. Tipos de interés a largo:  
Títulos negociables



## MERCADO DE RENTA VARIABLE

### Mercado primario

Las emisiones de títulos de renta variable, en el primer semestre de 1983, se han mantenido en la línea de lo sucedido en los dos últimos años.

Cabe resaltar, a la vista de los datos (véase cuadro 6), el mejor comportamiento de las empresas cotizadas en Bolsa, y, dentro de éstas, del sector industrial. Sin embargo, la mayor parte de éste, aun en los casos de sociedades cotizadas, ha buscado los fondos necesarios en sus accionistas mayoritarios. Se trataba, generalmente, de atender al saneamiento de su estructura

patrimonial, más que de operaciones encaminadas directamente a relanzar las inversiones en capital fijo. Por otro lado, también es cierto que algunos emisores aprovecharon la mejor coyuntura bursátil de sus cotizaciones para recabar fondos en este mercado. La caída registrada en el precio medio de emisión (53 %, frente al 59 % en 1982) constituye, por otro lado, un reflejo evidente de las dificultades con las que cuentan las empresas para recurrir a un mercado que descuenta en la cotización unas expectativas de beneficios débiles e inciertas, y lo hace con unos tipos de interés reales elevados y a partir de una situación patrimonial deteriorada.

La banca, por su parte, ha mostrado un comportamiento similar al del año anterior, por lo que se refiere a

## 6. Mercados de renta variable

m.m.

	II TR		I SE	
	1982	1983	1982	1983
<b>EMISIONES (a):</b>				
<b>Empresas no financieras</b>	<b>15,4</b>	<b>20,7</b>	<b>35,4</b>	<b>41,5</b>
Cotizadas	4,5	15,4	19,7	30,2
No cotizadas (b)	10,9	5,3	15,7	11,3
<b>Instituciones financieras</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>13,7</b>	<b>13,8</b>
De ellas: Bancos	9,8	8,8	12,2	13,3
<b>PRO MEMORIA:</b>				
Emisiones liberadas:				
Empresas no financieras	4,7	18,3	24,4	36,5
Instituciones financieras	3,2	4,4	5,4	8,1
De ellas: Bancos	3,1	4,4	4,6	8,0
<b>EMISIONES=COLOCACIONES</b>	<b>25,6</b>	<b>29,8</b>	<b>49,1</b>	<b>55,3</b>
<b>COLOCACIONES:</b>				
<b>Sistema crediticio</b>	<b>-31,5</b>	<b>23,1</b>	<b>-8,7</b>	<b>24,1</b>
Acciones no bancarias	-27,8	13,9	-4,0	12,1
Acciones bancarias	-3,7	9,2	-4,7	12,0
<b>Resto</b>	<b>7,1 (c)</b>	<b>6,7</b>	<b>57,8 (c)</b>	<b>31,2</b>
Acciones no bancarias	43,2	6,8	39,4	29,4
Acciones bancarias	13,9	-0,1	18,4	1,8
<b>PRO MEMORIA:</b>				
Precio medio de emisión % (d):				
Empresas no financieras	77	53	59	53
Bancos	76	67	72	63

(a) Con aportación de fondos.

(b) Estimación. Recoge únicamente las ampliaciones anunciadas en la prensa y en boletines financieros.

(c) Una parte muy importante de esta variación es consecuencia de operaciones de saneamiento de bancos en crisis por el Fondo de Garantía de Depósitos que no está consolidado con el sistema crediticio.

(d) Emisiones con aportación de fondos divididas por el total de éstas más las realizadas sin aportación de fondos (emisiones totales).

FUENTE: Banco de España.

la captación de fondos, aunque el peor comportamiento bursátil de sus títulos ha debido presionar para que incrementase los importes liberados de sus emisiones, que han hecho que el precio medio de emisión descendiese del 72 % en el primer semestre de 1982 al 63 % en el mismo período de este año.

En cuanto a las carteras, el cuadro 4 refleja el comportamiento radicalmente distinto que han mostrado los agentes en el período que consideramos, frente al año anterior. No cabe duda de que los datos son un índice de una mayor actividad compradora, por parte de bancos y cajas, de títulos de renta variable, y, hasta cierto punto, este cambio de actitud se corresponde con la tendencia alcista de los mercados de valores en el primer semestre de 1983. No obstante, hay que matizar cualquier conclusión en este sentido. Los datos positivos de compras de acciones por parte del sistema crediticio incluyen operaciones muy concretas de gran envergadura, como fueron las ofertas públicas de adquisición de las acciones de Electra del Viesgo y del Banco Urquijo. De forma análoga, hay que precisar que la importante caída en las carteras de bancos y cajas, en el primer semestre de 1982, se encuentra muy influida por las operaciones de saneamiento de las carteras de algunos bancos en crisis que pasaron al Fondo de Garantía de Depósitos, entidad que aquí no se incluye dentro del sistema crediticio.

## Mercado secundario

La evolución de las cotizaciones de los títulos de renta variable, en el primer semestre de 1983, ha representado una inversión de la tendencia bajista observada desde finales de 1981. A fin de junio, el índice de la Bolsa de Madrid se situaba en 116,1. En niveles similares se encontraba Bilbao, y ligeramente por encima, Valencia y Barcelona. Esta sensible alza de los cambios se ha fundamentado sobre bases diferentes de las que constituyen el grueso de la contratación bursátil. En efecto, en el primer semestre del año, el índice sectorial de eléctricas subió sólo 2 puntos en Madrid, y el de Bancos, incorporados muy tardíamente al alza, se encontraba alrededor del 110. Ante el deterioro de las expectativas sobre la evolución a corto de las empresas eléctricas y la cuenta de resultados de los bancos, a pesar del empeño puesto por éstos en defender sus cotizaciones, han sido otros grupos los que han protagonizado el alza: Telefónica, construcción —apoyada por las buenas perspectivas que presentaban las empresas cementeras— y químicas —gracias al subgrupo de petróleos—, más otros sectores, cuyas subidas tuvieron un carácter abiertamente especulativo, como es el caso de las siderúrgicas.

En un entorno de mercados monetarios cada vez más enrarecidos a medida que avanzaba el año, con tipos de interés en alza y creciente competencia de otros instrumentos de colocación del ahorro, puede parecer extraordinario este episodio alcista de los mercados de valores. Sin embargo, hay que tener presente que el alza bursátil se consolidó en el primer trimestre del año, momento en que los tipos de interés conocieron un período de baja, alentado por los propósitos del Tesoro de reducir los tipos de los instrumentos monetarios y por la actuación menos expansiva del sector público, todavía sin presupuestos aprobados.

### 7. Mercado bursátil

Cantidades negociadas  
Valores efectivos

m.m., %

	I SE		% Variación 1983/1982
	1982	1983	
<b>TITULOS DE LOS MERCADOS MONETARIOS:</b>			
Pagarés del Tesoro (a)	0,9 (b)	10,2	—
Letras (a)	37,3	25,6	-31,4
Pagarés de empresa (a)	— (c)	14,1	—
Bonos bancarios	31,8	32,9	3,3
<b>TITULOS DE RENTA FIJA:</b>			
Fondos públicos	7,2	12,2	70,3
De los cuales:			
<i>Deuda pública</i>	5,2	10,0	90,7
Obligaciones privadas no financieras	2,4	4,4	87,0
<b>TITULOS DE RENTA VARIABLE:</b>			
Total	88,8	102,3	15,2
De los cuales:			
<i>Bancos</i>	49,1	42,8	-12,7
<i>Eléctricas</i>	15,0	22,8	52,1
<i>Resto</i>	17,3	36,7	111,8

(a) Valores nominales.

(b) Este mercado comenzó a operar en marzo de 1982.

(c) Este mercado comenzó a operar en el segundo semestre de 1982.

FUENTE: Dirección General del Tesoro y Política Financiera y Banco de España.

A partir de entonces, y con una baja muy pronunciada en el mes de abril, consecuencia tanto de las realizaciones de beneficios como de la subida de un punto del coeficiente de caja de los bancos, los índices de Bolsa se han limitado a sostener su nivel, lo que no ha resultado difícil para los operadores habituales, dada la estrechez del mercado, el alejamiento general del público y la reticencia de los inversores institucionales a sacar a la venta partidas importantes de papel. Otros factores han contribuido al sostenimiento del mercado en este segundo trimestre. Entre ellos, son de destacar: la mayor demanda por parte de los inverso-

res extranjeros y la fuerte actividad de las Sociedades de Inversión Mobiliaria, que han visto reducido del 20 al 10 el porcentaje de su activo que pueden mantener transitoriamente sin invertir en valores. Junto a ello, los pagos de dividendos previstos para primeros de julio y la proximidad de varias ampliaciones de capital tuvieron una considerable incidencia en la evolución del índice al final del semestre.

Sin embargo, la presión alcista de los tipos de interés se refleja en una cierta inseguridad en las Bolsas. En concreto, el rendimiento bruto de los títulos de empresas eléctricas, medido por la relación dividendo/precio, ha experimentado una acusada elevación desde el mes de marzo, hasta sobrepasar, ya en junio, el 24 %. Esta se relaciona no sólo con el alza de los tipos de interés, sino también con una mayor sensibilización al riesgo en este tipo de activos financieros, cuya diferencia de rendimiento con las obligaciones de las mismas empresas ha sufrido un incremento considerable, hasta superar los 6 puntos.

En lo que se refiere al capítulo de contratación, las cantidades negociadas en títulos de renta variable experimentaron un aumento del 15 %, situándose por encima de los 100 m.m., en gran medida atribuible a la elevación de los precios de los títulos. Coincidiendo con el estancamiento de los índices sectoriales de bancos y eléctricas y con el alza de los restantes grupos, han sido éstos los que han aumentado en mayor medida su contratación, hasta duplicar la cifra del primer semestre de 1982, subiendo su cuota de mercado desde el 20 % al 35 %. Por el contrario, el sector bancario vio disminuir en un 13 % su cifra de negocio bursátil, mientras que las eléctricas —en parte, a causa de la insólita cifra de contratación de algunas empresas menores del sector, sometidas a intensos procesos especulativos— alcanzaron una cifra de negocio superior en un 50 % a la del primer semestre del año anterior. En conjunto, durante el mes de junio, el mercado hacía notar su creciente inseguridad a través de un descenso en los volúmenes negociados.

26-IX-1983.





Información del Banco de España

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

Modificaciones en julio de 1983

<b>BANCOS</b>	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (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>SIETE GRANDES</b>												
CENTRAL (19-VII-83).....	=	=	=	=	18,00	16,00	17,50	18,50	=	=	=	=
ESPAÑOL DE CREDITO (18-VII-83).....	=	=	=	=	=	=	18,00	18,50	=	=	=	=
POPULAR ESPAÑOL (20-VII-83).....	11,00	13,00	15,00	17,00	=	16,00	18,00	18,50	=	=	18,00	=
<b>RESTO COMERCIALES Y MIXTOS</b>												
COMERCIO (27-VII-83).....	10,75	13,00	=	15,50	=	=	=	=	=	=	=	=
EUROPA (7-VII-83).....	=	13,00	=	16,50	=	=	=	=	21,00	(3,00)	=	=
LEVANTE (28-VII-83).....	=	=	14,50	16,00	=	=	=	=	=	(4,50)	18,00	22,00
SIMEON (11-VII-83).....	=	=	15,00	=	=	16,00	17,50	=	=	=	=	20,00
VALENCIA (30-VII-83).....	11,00	13,00	15,00	=	18,00	16,00	17,50	=	=	=	18,00	=
<b>INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS</b>												
EXPANSION INDUSTRIAL (7-VII-83).....	=	=	=	17,00	18,00	15,50	17,00	18,50	23,00	23,00	19,00	=
GRANADA (19-VII-83).....	=	=	=	=	=	16,00	17,50	18,50	=	=	=	=
INDUSTRIAL GUIPUZCOA (5-VII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	23,00	23,00	=	=
INTERCONT. ESPAÑOL (30-VII-83).....	=	=	=	=	=	15,50	=	=	=	=	=	=
POPULAR INDUSTRIAL (27-VII-83).....	12,50	13,50	14,50	15,50	14,50	17,00	17,00	=	=	=	=	21,00
<b>EXTRANJEROS</b>												
AMERICA (28-VII-83).....	=	=	=	=	=	23,50	19,25	=	=	=	=	=
BANKERS TRUST CO. (1-VII-83).....	=	=	=	=	=	23,38	21,25	=	=	=	=	=
(12-VII-83).....	=	=	=	=	=	24,00	21,75	=	=	=	=	=
(18-VII-83).....	=	=	=	=	=	25,50	22,13	=	28,00	=	=	=
(20-VII-83).....	=	=	=	=	=	26,38	22,25	=	=	=	=	=
BARCLAYS BANK INTER. (11-VII-83).....	=	=	=	=	=	22,88	20,50	=	=	=	=	=
(12-VII-83).....	=	=	=	=	=	23,00	=	=	=	=	=	=
(15-VII-83).....	=	=	=	=	=	23,63	=	=	=	=	=	=
(19-VII-83).....	=	=	=	=	=	24,88	21,00	=	=	=	=	=
CITIBANK (16-VII-83).....	22,50	22,50	23,00	21,00	=	23,00	21,00	=	26,00	=	=	=
(18-VII-83).....	23,00	23,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(21-VII-83).....	24,75	24,75	24,75	=	=	24,75	=	=	28,00	=	=	=
CONTINENTAL ILLINOIS (5-VII-83).....	=	=	=	15,75	=	=	19,25	=	=	=	=	=
(11-VII-83).....	17,30	19,50	19,90	=	=	22,75	=	=	26,50	26,50	=	=
(12-VII-83).....	17,50	19,75	20,15	15,90	=	23,00	19,50	=	26,75	26,75	=	=
(18-VII-83).....	19,20	21,14	21,50	16,25	=	24,50	20,00	=	=	=	=	=
(19-VII-83).....	19,70	21,60	21,70	=	=	24,75	=	=	29,00	29,00	=	=
(26-VII-83).....	19,00	20,70	21,00	=	=	24,00	=	=	28,25	28,25	=	=
(28-VII-83).....	19,45	21,25	21,38	=	=	24,38	=	=	28,75	28,75	=	=
(29-VII-83).....	19,70	21,15	21,00	=	=	24,00	=	=	29,00	29,00	=	=
CREDIT LYONNAIS (2-VII-83).....	=	=	12,50	14,50	15,50	17,00	=	19,00	=	=	19,00	=

(a) Las notas correspondientes a la elaboración y contenido de este cuadro se encuentran en los *Boletines Económicos* de diciembre de 1981 y enero de 1982.

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

## (continuación) 2

## Modificaciones en julio de 1983

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				
CHASE MANHATTAN BANK												
(18-VII-83).....	=	=	24,94	23,88	=	24,06	24,06	=	27,06	=	=	=
(19-VII-83).....	=	=	26,88	24,81	=	26,19	26,19	=	29,19	=	=	=
CHEMICAL BANK												
(13-VII-83).....	=	=	=	=	=	23,50	=	=	=	=	=	=
DEUTSCHE BANK												
(5-VII-83).....	=	=	11,00	=	=	=	=	=	=	=	=	=
DRESDNER BANK												
(7-VII-83).....	22,45	=	21,85	17,30	=	23,15	20,90	=	=	=	=	=
(15-VII-83).....	23,30	=	22,43	17,64	=	23,76	21,42	=	=	=	=	=
(20-VII-83).....	25,35	=	24,30	18,90	=	25,85	23,25	=	=	=	=	=
(21-VII-83).....	24,45	=	23,50	18,65	=	24,93	22,89	=	=	=	=	=
EXTERIOR ANDES												
(20-VII-83).....	12,00	14,50	15,50	17,50	19,50	16,00	17,50	19,00	18,00	20,00	19,00	21,00
FIRST NATIONAL BANK												
(2-VII-83).....	=	=	21,63	18,13	=	22,63	19,63	=	=	=	=	=
(8-VII-83).....	=	=	22,12	19,15	=	23,12	20,65	=	=	=	=	=
(15-VII-83).....	=	=	23,00	20,00	=	24,00	21,50	=	=	=	=	=
MANUFACT. HANNOVER TR.												
(22-VII-83).....	25,00	=	25,00	=	=	25,00	25,00	=	=	=	=	=
MIDLAND BANK												
(14-VII-83).....	=	=	=	=	=	24,00	=	=	27,00	=	=	=
(18-VII-83).....	=	=	=	=	=	25,00	=	=	=	=	=	=
(19-VII-83).....	=	=	=	=	=	23,00	=	=	26,00	=	=	=
(20-VII-83).....	=	=	=	=	=	26,00	=	=	=	=	=	=
MORGAN GUARANTY												
(7-VII-83).....	22,25	=	=	18,00	=	22,75	20,50	=	=	=	=	=
(12-VII-83).....	22,75	=	=	18,25	=	22,88	20,75	=	=	=	=	=
(14-VII-83).....	23,00	=	=	=	=	23,00	=	=	=	=	=	=
(18-VII-83).....	24,75	=	23,00	18,50	=	24,75	21,25	=	=	=	=	=
(20-VII-83).....	26,25	=	24,00	=	=	25,38	21,38	=	30,00	30,00	=	=
(22-VII-83).....	24,25	=	22,75	=	=	24,25	21,25	=	=	=	=	=
(27-VII-83).....	24,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(28-VII-83).....	25,00	=	23,00	=	=	24,50	21,38	=	=	=	=	=
NATIONAL WESTMINSTER												
(11-VII-83).....	=	=	23,00	19,88	=	=	20,88	=	=	=	=	=
(15-VII-83).....	=	=	=	=	=	23,75	21,38	=	=	=	=	=
(26-VII-83).....	=	=	24,13	21,25	=	24,88	22,00	=	=	=	=	=
PARIBAS												
(1-VII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	=	=	=
(30-VII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
ROMA												
(21-VII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	27,00	27,00	=	=
S. G. B. BANCO BELGA												
(29-VII-83).....	=	=	22,00	21,00	20,00	24,00	21,50	22,00	26,00	=	=	25,00
SOCIETE GENERALE												
(1-VII-83).....	=	=	15,00	17,50	18,50	16,00	18,00	18,50	23,00	(4,00)	18,50	22,00
(26-VII-83).....	11,25	13,50	15,50	=	=	17,00	18,25	19,00	=	=	19,00	23,00
TOKYO												
(29-VII-83).....	=	=	=	=	=	24,38	21,38	=	=	=	=	=
<b>CAJAS DE AHORRO</b>												
BADAJOS												
(18-VII-83).....	=	=	=	=	=	12,00	=	=	=	=	=	=
BILBAO												
(20-VII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	17,00	=	=	=
RIOJA												
(1-VII-83).....	=	=	14,50	=	=	=	15,50	=	=	=	15,50	=

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



(continuación) 2

Modificaciones en agosto de 1983

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				
CHEMICAL BANK (11-VIII-83).....	=	=	=	=	=	25,50	=	=	=	=	=	=
(12-VIII-83).....	=	=	=	=	=	26,25	=	=	=	=	26,78	27,53
DEUTSCHE BANK (13-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	30,00	=	=	=
(22-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	29,00	=	=	=
DRESDNER BANK (10-VIII-83).....	26,35	=	24,20	18,65	=	25,75	22,85	=	28,00	=	=	=
FIRST NATIONAL BANK (6-VIII-83).....	=	=	23,50	19,50	=	24,50	21,00	=	26,00	=	=	=
(16-VIII-83).....	=	=	25,50	21,50	=	26,50	23,00	=	=	=	=	=
(20-VIII-83).....	=	=	24,63	21,13	=	25,63	22,63	=	=	=	=	=
(26-VIII-83).....	=	=	23,75	21,25	=	24,75	22,75	=	=	=	=	=
MANUFACT. HANOVER (12-VIII-83).....	26,00	=	26,00	26,00	=	26,00	26,00	=	27,00	=	=	=
(12-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	30,00	=	=	=
MIDLAND BANK (10-VIII-83).....	=	=	=	=	=	26,50	=	=	29,50	=	=	=
(12-VIII-83).....	=	=	=	=	=	27,00	=	=	30,00	=	=	=
(25-VIII-83).....	=	=	=	=	=	26,50	=	=	29,50	=	=	=
(26-VIII-83).....	=	=	=	=	=	26,00	=	=	29,00	=	=	=
(29-VIII-83).....	=	=	=	=	=	25,00	=	=	28,00	=	=	=
MORGAN GUARANTY (8-VIII-83).....	25,25	=	23,50	18,63	=	25,00	21,50	=	=	=	=	=
(10-VIII-83).....	26,00	=	=	18,50	=	25,25	=	=	=	=	=	=
(11-VIII-83).....	27,00	=	23,75	19,00	=	25,50	22,50	=	=	=	=	=
(24-VIII-83).....	26,00	=	23,50	=	=	24,50	=	=	=	=	=	=
(30-VIII-83).....	24,25	=	=	18,75	=	=	22,25	=	=	=	=	=
NAT. WESTMINSTER BANK (1-VIII-83).....	=	=	25,50	21,80	=	26,25	22,63	=	30,00	(4,00)	=	=
(16-VIII-83).....	=	=	26,50	22,50	=	27,25	23,25	=	=	=	=	=
(31-VIII-83).....	=	=	24,88	22,25	=	25,63	23,00	=	=	=	=	=
NAZIONALE DEL LAVORO (6-VIII-83).....	11,50	14,50	16,50	18,00	=	18,00	18,50	=	24,00	24,00	19,00	21,00
PARIBAS (5-VIII-83).....	11,50	13,50	15,50	17,50	=	=	=	=	=	=	=	=
(31-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
ROMA (17-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	29,00	29,00	=	=
TOKYO (26-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	22,00	=	=	=	=	=
<b>CAJAS DE AHORRO</b>												
AVILA MONTE (13-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	19,00
CADIZ (13-VIII-83).....	=	=	11,50	=	=	11,50	=	=	23,00	=	=	=
CARLET (19-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	14,00	20,00	=	14,00	=
GALICIA (19-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	20,00	=	=	=
MANLLEU (24-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	22,50	22,50	=	=
MATARO LAYETANA (25-VIII-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	23,00	23,00	=	=
PONTEVEDRA (3-VIII-83).....	=	=	=	=	=	16,00	16,00	16,00	=	=	=	=
VALENCIA PROVINCIAL (16-VIII-83).....	10,00	12,50	14,50	=	=	14,50	15,00	15,25	=	=	16,25	20,00

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

# CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

## CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
8/83 de 10 de agosto	Bancos y Cajas de Ahorro. Coeficiente de Caja.	11 agosto 1983
9/83 de 24 de agosto	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado, interior y amortizable. Bonos del Estado.	5 sepre. 1983

## 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, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

### JOSE VIÑALS

#### LOS SHOCKS DE OFERTA Y EL PROCESO DE AJUSTE MACROECONÓMICO.—ESTUDIOS ECONÓMICOS N.º 33

La característica fundamental del pensamiento keynesiano y de las políticas económicas asociadas con el mismo es el énfasis en la *demand agregada* de bienes como principal fuerza conductora de la evolución macroeconómica. Sin embargo, a partir de principios de los años 70, los elementos de *oferta agregada* — asociados con los mercados de trabajo, energía y otras materias primas— han aparecido con fuerza en la escena económica. Todo ello ha hecho necesaria la reconsideración de la estructura analítica de los modelos macroeconómicos y de las estrategias de las políticas de ajuste.

Dado que los *shocks* de oferta han venido asociados primordialmente con cambios en los precios relativos de los factores de producción, se analiza: (a) el mecanismo de transmisión de los mismos al resto del sistema económico, y (b) las implicaciones que se derivan para las políticas de ajuste.

### ANTONI ESPASA

#### DETERMINISTIC AND STOCHASTIC SEASONALITY: AN UNIVARIATE STUDY OF THE SPANISH INDUSTRIAL PRODUCTION INDEX.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8306

En este documento se considera que el componente estacional de una serie económica temporal es, en general, de naturaleza evolutiva suave, pero puede, de forma excepcional, registrar cambios más bruscos, debido a mutaciones rápidas en hábitos sociales específicos que tengan carácter estacional. En tales casos, las estructuras estocásticas usuales no explican, de forma satisfactoria, el comportamiento de la serie durante un cierto período después del cambio. Ante dicho problema, la utilización de modelos que incorporen también esquemas determinísticos puede ayudar a captar más rápidamente la nueva situación.

En el estudio del índice mensual de producción industrial, se observa que, a partir de 1980, surge una tendencia a concentrar más en el mes de agosto las vacaciones de verano. Para esta serie, se estima un modelo ARIMA univariante, con elementos determinísticos en la tendencia y componente estacional, y se utiliza posteriormente para obtener una serie ajustada de estacionalidad. Esta combinación de estructuras estocásticas y determinísticas contribuye a una explicación mejor de la serie, y, por tanto, a mejores predicciones y ajuste estacional.

### AGUSTIN MARAVALL

#### IDENTIFICACION DE MODELOS DINAMICOS CON ERRORES EN LAS VARIABLES.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8307

El análisis econométrico de modelos con errores en las variables se ha centrado, fundamentalmente, en modelos de regresión contemporánea. El resultado general es que la presencia de errores en las variables destruye la identificación del modelo, y un modelo no identificado tiene poco uso. Introduciendo información adicional, la falta de identificación puede superarse, y así se han utilizado modelos con errores en las variables en diversas aplicaciones (ver Aigner-Goldberger, 1977).

De todos modos, la discusión de errores en las variables en los libros de texto raramente va más allá de los problemas de subidentificación del modelo contemporáneo, y el estudiante de econometría tiende a asociar errores en las variables con falta de identificación (una excepción importante se encuentra en Griliches-Intrilligator, 1983).

Sin embargo, si el análisis se extiende a modelos dinámicos, incluidos los más simples, la situación cambia drásticamente. Así, por ejemplo, el modelo

$$\eta_t = \beta \zeta_t + \varepsilon_t$$

con  $\eta_t$  y  $\zeta_t$  medidos con error, en los supuestos usuales no está identificado. Sin embargo,

$$\eta_t = \beta\eta_{t-1} + \varepsilon_t$$

sí lo está. La autocorrelación en el tiempo, en general, añade información relevante para la identificación del modelo.

El ejemplo anterior ilustra otro punto de interés: que una variable sea exógena o endógena retardada tiene implicaciones drásticamente opuestas para los modelos con errores en las variables. En este caso, pues, la categoría «variable predeterminada» no tiene sentido.

En el presente trabajo, se analizan los efectos que, sobre la identificación de un modelo de regresión con errores en las variables, tienen los siguientes supuestos dinámicos: variables endógenas y exógenas retardadas, autocorrelación en las variables exógenas y/o en la perturbación. Se concluye que las condiciones necesarias y suficientes para que un modelo esté identificado se reducen a unas condiciones de orden, triviales de computar. Por otra parte, si el modelo tiene un mínimo de memoria, a pesar de los errores en las variables, estará identificado. En concreto, si las variables exógenas presentan autocorrelación, el modelo estará casi siempre identificado.