

FE DE ERRATAS

BOLETIN ECONOMICO. OCTUBRE 1983

En la pág. 5, cuadro 2, la tasa de variación del deflactor del PIB a coste de los factores figura, por error, para cada uno de los años 1979 a 1982, igual a la correspondiente al del PIB a precios de mercado: 16,7 %, 13,7 %, 13,2 % y 13,1 %, respectivamente.

Los valores reales de estas tasas deben ser 16,3 %, 13,7 %, 12,8 % y 13,7 %, respectivamente.

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

octubre 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.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta Monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestr. $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con un mes y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$. Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] 100$. Centrada con seis meses de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.

Advertencias

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

Indice

Página

- 4 Actividad económica y precios de la economía española en 1983
- 25 La balanza de pagos
- 31 Evolución monetaria internacional
- 36 Evolución de la Seguridad Social
- 39 Evolución monetaria
- 47 Información del Banco de España
- 48 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en septiembre de 1983.
- 53 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 54 Publicaciones recientes del Banco de España
- 57 Indicadores económicos

Actividad económica y precios de la economía española en 1983

Durante los meses transcurridos de 1983, la economía española registró un crecimiento de su producción interior que, aunque modesto, sugiere su participación en el movimiento de recuperación de las economías europeas que, lentamente, pero con signos claros de progresivo afianzamiento, fueron incorporándose a la ya sólidamente establecida recuperación económica americana.

Se ha estimado que el crecimiento del producto interior bruto en 1983 se situará en torno al 2 %, impulsado desde el lado de la demanda por un consumo que, especialmente en los primeros meses del año, registró un crecimiento importante, y por una demanda de exportaciones que, pese a algunos síntomas de agotamiento precisamente en aquellos primeros meses, volvió a constituirse en el elemento más dinámico de la demanda global. La atonía inversora, por su parte, constituirá la nota más desfavorable en la evolución de la actividad económica española en 1983. Por sectores, el rasgo más destacado en la evolución de la oferta será el crecimiento del producto industrial, que podría situarse en torno al 3 %. Aunque estas cifras, posiblemente, no impedirán una nueva disminución de la población ocupada, sí cabe esperar una desaceleración importante en su ritmo de caída. En todo caso, el correspondiente descenso en el ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo neutralizará parcialmente el efecto favorable ejercido sobre el desarrollo del proceso inflacionista por la desaceleración de los salarios monetarios, lo que, unido al fuerte impulso ejercido

1. PIB y sus componentes. Precios constantes

Tasas de crecimiento (a)

	1979	1980	1981	1982	1983
POR COMPONENTES DE LA DEMANDA:					
Consumo privado nacional	1,2	1,4	-1,3	0,4	1,0
Consumo público	4,2	4,4	2,0	6,1	2,3
Formación bruta de capital	-1,1	3,2	-5,2	-1,8	0,2
Exportación de bienes y servicios	6,4	0,6	7,9	7,0	5,5
Importación de bienes y servicios	11,5	3,4	-4,0	3,4	0,0
PIB a precios de mercado	0,2	1,5	0,4	1,3	2,1
POR RAMAS DE ACTIVIDAD:					
Sector primario	-4,1	8,9	-10,9	1,3	2,5
Industria excluida construcción	-0,1	0,4	0,0	-0,5	3,1
Construcción	-3,6	-2,0	-2,0	0,5	-1,0
Servicios	1,7	1,2	1,3	2,1	1,9
PIB a coste de los factores	0,2	1,5	0,4	1,3	2,1

(a) Calculadas sobre cifras a precios constantes de 1970, excepto las correspondientes a 1983, que lo están sobre los datos a precios constantes de 1982.

FUENTE: INE y BE.

2. Deflatores implícitos del PIB y sus componentes

Tasas de crecimiento (a)

	1979	1980	1981	1982	1983
POR COMPONENTES DE LA DEMANDA:					
Consumo privado nacional	16,2	15,6	14,7	14,4	12,0
Consumo público	17,0	17,6	14,0	11,4	11,5
Formación bruta de capital	16,9	17,4	16,5	11,9	13,5
Exportación de bienes y servicios	8,0	19,6	18,6	13,1	18,0
Importación de bienes y servicios	7,2	37,0	27,7	14,4	21,5
PIB a precios de mercado	16,7	13,7	13,2	13,1	11,5
POR RAMAS DE ACTIVIDAD:					
Sector primario	7,5	-0,8	6,8	15,1	8,1
Industria excluida construcción	14,9	14,5	12,9	11,6	10,1
Construcción	21,3	14,1	9,6	10,3	10,1
Servicios	17,7	15,8	13,1	14,9	11,0
PIB a coste de los factores	16,7	13,7	13,2	13,1	10,5

(a) Calculadas sobre cifras a precios constantes de 1970, excepto las correspondientes a 1983, que lo están sobre los datos a precios constantes de 1982.

FUENTE: INE y BE.

sobre los costes de los bienes importados por la devaluación del tipo de cambio de la peseta, determinará un crecimiento de los precios que, medido a través del IPC, se situará en torno al 12,0 %. No obstante, esta tasa habría sido algo superior, de no ser por el impacto moderador ejercido por los precios de los alimentos durante buena parte del año.

3. Distribución del PIB y Renta Nacional Neta a coste de los factores

Tasas de crecimiento

	79/78	80/79	81/80	82/81	83/82
DISTRIBUCION DEL PIB:					
1. Sueldos y salarios	16,6	13,5	12,1	12,7	12,6
2. Excedente bruto de explotación	16,5	17,9	12,1	17,9	13,1
2.1. Excedente neto	14,9	17,4	9,9	17,0	11,4
2.2. Consumo de capital fijo	22,2	19,5	19,6	20,7	18,5
3. Impuestos sobre producción e importación netos de subvenciones	25,4	16,5	44,1	9,4	30,0
4. PIB a precios de mercado (4 = 1 + 3)	16,9	15,4	13,6	14,6	13,8
RENTAS PROCEDENTES DEL EXTERIOR:					
5. De los asalariados (netas)	5,1	41,9	44,3	3,9	21,2
6. De la propiedad y la empresa (netas)	-9,5	44,4	95,4	17,1	23,4
RENTA NACIONAL:					
7. Sueldos y salarios brutos (7 = 1 + 5)	16,6	13,5	12,2	12,7	12,6
7.1. Sueldos y salarios netos	15,0	12,3	11,8	13,2	11,7
7.2. Cotizaciones sociales	21,6	17,2	13,3	11,3	15,4
8. Excedente neto de explotación (8 = 2.1 + 6)	15,5	16,9	7,7	17,0	10,8
9. Renta nacional neta a coste de los factores (9 = 7 + 8)	16,2	14,7	10,5	14,2	11,9

FUENTE: INE y BE.

Aunque esta evolución de los precios supone una cierta desaceleración respecto de 1982, lo cierto es que la tasa de inflación permanece aún muy por encima de la media de los países desarrollados. Pese a ello, en el frente exterior, la balanza de pagos por cuenta corriente reducirá su déficit en unos seiscientos millones de dólares, debido a la interacción de unas exportaciones favorecidas por la evolución del tipo de cambio, que lograrán un crecimiento real importante, y un descenso de las importaciones no energéticas presionadas a la baja por el intenso encarecimiento de sus precios en pesetas.

En resumen, al finalizar 1983, la economía española habrá conseguido algunos resultados positivos en cuanto a la recuperación de la actividad industrial y en el frente inflacionista, y otros modestos, pero cualitativamente importantes, dadas las restricciones exterior-

4. Cuenta de capital de la economía

% sobre el PIB

	1979	1980	1981	1982	1983
Ahorro nacional	20,4	18,7	18,0	17,4	17,5
Economías domésticas	6,6	5,5	5,9	7,1	6,4
Empresas	12,6	12,1	11,4	11,7	12,2
Administraciones Públicas	1,1	1,1	0,7	-1,3	-1,1
Ahorro exterior	-0,3	2,4	2,5	2,2	2,1
Inversión total	20,1	21,1	20,5	19,6	19,6

FUENTE: INE y BE.

res, en el desequilibrio de su balanza corriente. Además, posiblemente habrá concluido el ajuste a la baja del nivel de empleo. Sin embargo, es evidente que su situación relativa seguirá siendo todavía desventajosa respecto a la mayor parte de los países desarrollados: tasa de inflación superior, déficit corriente que habrá de seguir reduciéndose y tasa de paro más elevada.

1. La economía y el comercio mundial

Después de una serie de anuncios fallidos, el año 1983 está siendo de recuperación generalizada para los países industriales, si bien su intensidad es mayor en América que en Europa. En los Estados Unidos, se está experimentando una fuerte elevación del nivel de actividad con caída en la tasa de desempleo, mientras que en las economías europeas la recuperación es más débil, y el desempleo, si bien parece haber tocado techo, no ha iniciado una tendencia clara de descenso. Un rasgo común es el carácter interno de las fuerzas que guían las distintas economías en medio de una importante debilitación del comercio mundial. Las perspectivas a este respecto son, sin embargo, alentadoras, pues se espera un aumento real en las exportaciones en los últimos meses de 1983 y en 1984. En cuanto a la inflación, los resultados alcanzados han sido importantes en algunos grandes países industriales, como Estados Unidos y el Reino Unido, donde la desaceleración en los precios ha sido considerable, o en Alemania y Japón, que han mantenido siempre tasas bajas de aumento de los precios, mientras que en los pequeños países industriales la desaceleración es más lenta.

Durante los meses transcurridos de 1983, se afianzó la recuperación de la **economía americana**, que creció a ritmos verdaderamente elevados, alcanzando tasas anuales del 9,7 % y del 7,9 % en el segundo y tercer trimestres del año, tras haberlo hecho a una tasa del 2,6 % en el primer trimestre. La recuperación se basó inicialmente en un proceso de reposición de existencias y en la construcción de viviendas, factores a los que se sumó, en la primavera, el consumo privado, impulsado tanto por un incremento en la renta disponible como por un descenso en la tasa de ahorro, que llegó a situarse en un 3,7 % en junio, frente a una tasa media del 6,8 % en 1982. A partir de dicho mes, el consumo privado perdió algo de fuerza, recuperándose la tasa de ahorro. Para lo que resta del año, se espera un mantenimiento de la recuperación basado en la inversión residencial y en el crecimiento de las existencias, dado que la relación existencias/ventas está ahora a un nivel muy bajo. El ritmo de crecimiento será, sin embargo, inferior al de la primera parte del año, por el efecto moderador que se espera que tengan los altos tipos de interés sobre los componentes más dinámicos de la demanda. Las cifras de previsiones hablan de un crecimiento real del 4 % ó 5 % en el cuarto trimestre. Los indicadores avanzados de la economía americana parecen avalar este crecimiento más moderado, pero también más sostenido y asentado sobre bases más sólidas, en especial si la inversión se suma al proceso, hecho del que parece haber ya algunos indicios. En todo caso, para el conjunto del año, se espera que se superen las previsiones hechas al finalizar el primer trimestre, que situaban la tasa de variación del PNB real, a lo largo de 1983, entre el 4 % y el 5 %.

La formación bruta de capital fijo y las exportaciones son los componentes de la demanda que permanecen deprimidos. La primera se está viendo afectada por la

5. Evolución de las principales magnitudes de la economía mundial

	PNB real (∅)				Deflactor del PNB (∅)				Desempleo (%)			
	1981	1982	1983 (a)	1984 (a)	1981	1982	1983 (a)	1984 (a)	1981	1982	1983 (a)	1984 (a)
Países industriales	1,6	-0,3	1,9	3,3	8,6	7,3	5,5	5,0	6,5(d)	8,0(d)	8,5(d)	8,4(d)
USA	2,6	-1,9	2,9	4,3	9,4	6,0	4,4	4,2	7,6	9,7	9,8	9,0
Países europeos	-0,3	0,2	0,6	1,9	9,9	9,6	7,4	6,8				
Países en desarrollo no exportadores de petróleo (c)	2,6	1,7	1,6	3,7	31,2	32,9	38,9	25,1				
Países exportadores de petróleo (c)	-3,9	-4,6	-8,2	4,8	13,0	9,8	12,4	10,7				
Sector no petrolero	5,4	3,8	1,8	3,2								
PRO MEMORIA:												
CEE (b)	-0,4	0,3	0,5	1,6	9,1	9,2	6,8	5,8	7,9	9,6	10,7	11,3

(a) Previsiones del FMI.

(b) Datos y previsiones de la Comisión de la CEE.

(c) Los datos de precios de estos grupos de países se refieren a precios al consumo.

(d) Siete grandes países: Canadá, USA, Japón, Francia, Alemania, Italia, Reino Unido.

aún baja tasa de utilización de la capacidad (78 % en agosto), aunque, como se ha señalado, las últimas cifras son alentadoras sobre el futuro de este componente. En cuanto a las segundas, la fuerte apreciación del dólar ha perjudicado notoriamente al sector exportador americano.

Los precios en los Estados Unidos han experimentado una importante desaceleración. El deflactor del PNB creció a una tasa anual del 5,5 % en el primer trimestre del año en relación con el trimestre precedente, descendiendo a tasas del 3,3 % y 3,4 % en el segundo y tercer trimestres, respectivamente. Los precios al consumo crecieron a una tasa del 3,4 % en el período enero-agosto de 1983, con respecto a los mismos meses del año anterior. En cuanto al desempleo, se redujo más de lo previsto, situándose en un 9,3 % de la población activa en septiembre de 1983, frente a unas previsiones del 9,8 % a finales de dicho año.

El relanzamiento de las principales **economías europeas** está siendo mucho más débil que el de la americana, pero cada vez más firme. El crecimiento en los países de la CEE para los tres primeros meses de 1983 se situó en una tasa anual del 1,8 % sobre el trimestre anterior, y de nuevo la inversión en existencias desempeñó el papel conductor. Los niveles de crecimiento fueron diferentes para los distintos países. Así, mientras la economía británica creció al 3,7 % y la alemana al 2,2 %, la francesa sólo lo hizo al 0,4 %. Los datos avanzados por la Comunidad para el segundo trimestre y parte del tercero confirman el mantenimiento de la recuperación, con mejoras en la tendencia de la producción industrial, y las cifras que se van dando a conocer en los distintos países mejoran, en general, las previsiones; incluso en el caso francés, las medidas de austeridad adoptadas en marzo parecen estar teniendo una incidencia menos negativa que la esperada. Las previsiones de la Comunidad para el conjunto de 1983 son de un crecimiento del 0,5 %, con tasas negativas para Francia y el Benelux, y del 2,4 % para el Reino Unido, en el otro extremo. El impulso básico de este crecimiento, para el promedio del año, será la demanda interna, pues las exportaciones se han visto negativamente afectadas por la caída en las importaciones de la OPEP y de los países en desarrollo, y no contribuirán sustancialmente al crecimiento medio del producto en 1983, aunque la mejora progresiva de los mercados mundiales debe estar originando ya un crecimiento real positivo de las exportaciones.

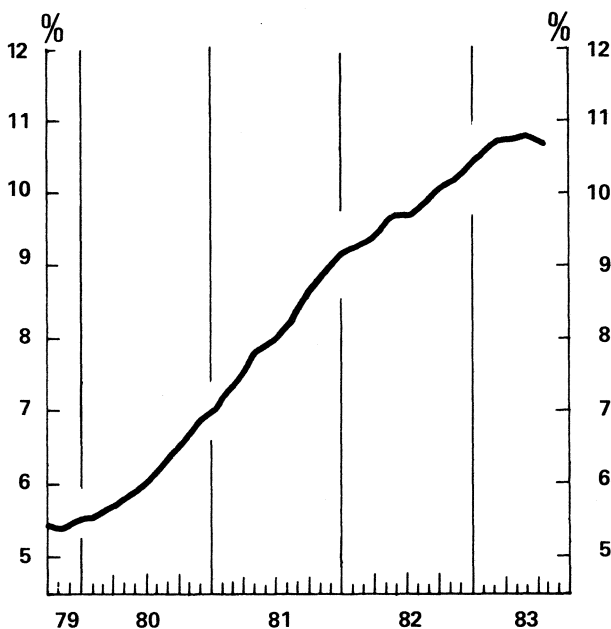
La tasa de inflación se mantuvo baja en Alemania y disminuyó de forma importante en el Reino Unido. En Francia, la inflación parece que será superior a la tasa del 8 % que el Gobierno se fijó inicialmente como objetivo, aunque también muestra síntomas de desacelera-

ción. Para el conjunto de la CEE, las previsiones actuales son de una tasa de crecimiento de los precios del 6,4 % en 1983 y del 5,7 % en 1984, ambas referidas al deflactor implícito del consumo. En 1982, dicha tasa fue de un 8,8 %. En la desaceleración registrada hasta ahora ha tenido mucha importancia el comportamiento de los precios de importación, que se mantendrán a tasas bajas en 1984.

Para los **países europeos no pertenecientes a la CEE**, las perspectivas de evolución de la tasa de inflación son más sombrías, esperándose que el deflactor del PIB aumente un 10 %, aproximadamente, en 1983, y un 9 % en 1984. Por lo que respecta al desempleo, no se esperan caídas en el próximo futuro. En la CEE, donde se está registrando una estabilización del mismo —véase gráfico 1—, las previsiones se centran en una tasa de paro del 11 % a fines de 1984. En el resto de los países industriales europeos, se espera una tasa del 13 % para esa misma fecha.

Japón, tras un primer trimestre poco boyante, experimentó, en el segundo trimestre del año y en relación al trimestre anterior, un crecimiento del 3,6 %, elevado a tasa anual, en el PNB real. La recuperación japonesa estuvo impulsada por el sector exportador; el Gobierno, sin embargo, está tratando de estimular la demanda interna ante el peligro que las presiones proteccionistas suponen para las exportaciones, y ha elabo-

1. Evolución del paro en la C.E.E.



rado un plan de actuación basado en un relanzamiento del gasto público, reducciones impositivas y medidas de estímulo al sector privado. La tasa de inflación muestra un buen comportamiento, y se mantuvo por debajo del 1 % en el primer trimestre.

Las consecuencias de la recesión mundial fueron dramáticas para la posición deudora frente al exterior de los **países en vías de desarrollo no exportadores de petróleo**, que sufrieron una caída en la demanda de sus exportaciones. La reducción en el volumen de crédito que la banca privada pone a disposición de estos países para financiar sus deudas les obligó a imponer políticas restrictivas que equilibrasen sus balanzas de pagos. En muchas ocasiones, este equilibrio se consiguió mediante drásticas reducciones de importaciones, que, al ser necesarias para el mantenimiento de los procesos productivos, provocaron caídas en el nivel de actividad. Por ello, las previsiones para 1983 suponen sólo una modesta recuperación sobre el 1,5 % de crecimiento real alcanzado en 1982, y el mantenimiento de esa recuperación en 1984 depende, en buena medida, de una mayor demanda de las exportaciones de estos países por parte de los países industriales. La recuperación del mundo industrial resulta, así, condición necesaria para la superación de la crisis económica y financiera de este grupo de países.

En cuanto a los **países exportadores de petróleo**, también vieron disminuir sus ingresos por exportación —hecho que viene produciéndose desde 1980— con la consiguiente adopción de políticas de signo restrictivo y caída en su tasa de crecimiento. La reducción de los precios del petróleo en 1983 reforzó el carácter contractivo de la política económica. En estas circunstancias, se prevé un crecimiento nulo para estos países en 1983 —con un crecimiento ligeramente positivo en el sector no petrolífero— y un relanzamiento en 1984 si la demanda de petróleo se recupera. Las previsiones disponibles en este momento sobre la evolución del precio de los crudos de petróleo en 1984 indican que, en dicho año, se producirá un estancamiento, o incluso un ligero retroceso, del precio del barril expresado en dólares, dependiendo su mayor o menor incidencia en la economía de los demás países del comportamiento del tipo de cambio del dólar.

El volumen del **comercio mundial** descendió un 2,5 % en 1982. En 1983, se mantuvo en niveles bajos, aunque ya empiezan a registrarse síntomas de recuperación. Un rasgo destacado de la evolución del comercio son las presiones proteccionistas que se están produciendo tanto en el mundo industrial como en los países en vías de desarrollo. Los países industriales tratan de preservar determinados sectores (agrícola, acero, automovilístico) de la competencia exterior,

para evitar un incremento del paro, y acuden cada vez más a restricciones cuantitativas y administrativas de las importaciones; este hecho es particularmente significativo en el caso de los Estados Unidos, ante la fuerte apreciación que ha registrado el dólar. Los países en vías de desarrollo que se ven en la necesidad de equilibrar sus balanzas de pagos, ya sea a instancias del FMI como condición previa a la refinanciación de su deuda, ya sea por imposibilidad de alcanzar a un volumen de crédito internacional en retroceso, se ven obligados a contraer sus importaciones, al no poder incrementar sus exportaciones a corto plazo. La reducción en el volumen del crédito privado internacional se debe a que su nivel de riesgo ha aumentado con la posibilidad de suspensiones de pagos por algunos países, y es una seria amenaza para el desarrollo normal de los flujos de comercio. Este crédito privado no puede ser sustituido por crédito de los organismos internacionales, que no disponen de fondos suficientes para ello.

Los elevados tipos de interés que contribuyeron a deteriorar la situación financiera externa de muchos países pueden constituir todavía una posible amenaza difícil de conjurar si los tipos americanos volvieran a presionar al alza, arrastrando con ellos a los del resto de los países industriales, cuyo ritmo de recuperación y demanda de exportaciones se verían así frenados de nuevo.

Según la OCDE, hay perspectivas de progresiva recuperación del comercio mundial para fines de 1983 y para 1984. Sin embargo, en el conjunto del año 1983, se registrará aún una caída del volumen de exportaciones e importaciones de esta área con el resto del mundo.

En cuanto a la evolución de los **precios** a nivel mundial, las perspectivas son alentadoras. Se detecta cierta aceleración en la inflación en Estados Unidos, pero esto puede considerarse normal, dadas las elevadas tasas de crecimiento de la economía americana, y el proceso parece controlado. En Europa, continúa la desaceleración de los precios, si bien a ritmo moderado, debido a la depreciación de las monedas europeas respecto al dólar. En cuanto a los países en desarrollo, si bien se prevé que la tasa media de inflación aumente entre 1982 y 1983, ello refleja únicamente las elevadas tasas que se están registrando en un grupo de países reducido, pero con alta ponderación en el total. La mayoría de los restantes está experimentando desaceleraciones en los precios.

Esta evolución favorable de la inflación se puede apreciar, asimismo, en el comportamiento de los precios de las materias primas, ya que, además del moderado comportamiento esperado para el precio de los crudos de petróleo, el impulso que se venía obser-

vando en el precio de las materias primas no energéticas —impulso derivado del propio proceso de recuperación de la demanda mundial— parece que está moderándose.

En resumen, la consolidación y el mayor vigor de la recuperación americana, y su adelanto en Europa, Japón y Canadá respecto de lo previsto al comenzar 1983, constituyen las características sobresalientes de la evolución de la economía internacional en el año. Sin embargo, si bien es verdad que la importancia cuantitativa de la recuperación en EEUU explica el adelanto de la misma en otros países desarrollados, la persistencia de unas condiciones financieras y cambiarias desfavorables en la mayor parte del año determinó que el ritmo y la intensidad del crecimiento en estos países estén siendo inferiores a lo habitual en ciclos precedentes. Por las mismas razones, los pronósticos casi unánimes de los analistas, que desplazaban a un horizonte más lejano e incierto la posible incorporación del resto del mundo al proceso, se han cumplido casi literalmente.

Los tipos de interés mantuvieron su papel protagonista en la esfera internacional en 1983, hasta el punto de que, casi terminando el año, los analistas vuelven una y otra vez sobre ellos como variable cuya evolución futura constituye una de las claves sobre las posibilidades no sólo de generalización de la recuperación americana, sino de su propia consolidación. De hecho, como antes se señalaba, la inversión real no residencial es todavía la única variable que aún no se ha incorporado al formidable auge de la demanda final interior americana, pero todos los indicadores adelantados —especialmente las carteras de pedidos de máquinas herramientas— indican la proximidad —posiblemente, el inicio ya— del despegue de esta variable, que puede hacer que la actual recuperación se consolide definitivamente en una fase expansiva. ¿Podrán los tipos de interés frustrar todavía el proceso? A corto plazo, las expectativas sobre la evolución futura de esta variable en los próximos meses son optimistas. El crecimiento de las rentas generadas por una recuperación cuantitativamente tan intensa ha supuesto un alivio imprevisto desde el lado de los ingresos para el déficit presupuestario, hasta el punto de que las previsiones oficiales han reducido en un 5 % la estimación realizada en julio. Por otra parte, el crecimiento que están registrando los beneficios empresariales —que se estima en un 22 % en el tercer trimestre— ha mejorado sensiblemente la situación financiera de las empresas, propiciando una recuperación del ahorro empresarial que resulta crucial en un país donde el ahorro corporativo es tan importante.

Estos factores, unidos a la atemperación del crecimiento en el tercer trimestre —de hecho, el rebrote de

septiembre, lejos de ser bien recibido, ha despertado nuevas inquietudes—, han propiciado una política monetaria algo menos ajustada, con el consiguiente alivio en los tipos de interés. Dado que se espera que la actuación de estos factores continúe en los próximos meses, el choque de las demandas de crédito privada y pública que todo el mundo pronosticaba, parece haberse desplazado hacia un momento posterior en el que, con la inversión productiva en planta y equipo ya creciendo, el problema no sería tan amenazador. Además, una fase menos tensa tendría, en todo caso, sus propios efectos estabilizadores sobre la extremada sensibilidad de los mercados financieros americanos, atrapados en una compleja trama de expectativas sumamente volátiles y desestabilizadoras.

2. La actividad productiva

En España la característica más destacada de la evolución de la actividad productiva en 1983 es la importante recuperación registrada por la **producción industrial** tras cuatro años de estancamiento —el valor añadido real del sector sólo creció en 1980, y a una tasa del 0,4 %—.

A la hora de cerrar este artículo sólo se disponía de datos sobre el índice de producción industrial hasta el mes de mayo, que registran un 3,4 % de crecimiento en el promedio de los cinco primeros meses respecto del mismo período del año anterior, lo que supone una aceleración muy intensa —en torno al 20 % en tasa anual— respecto de la última parte de 1982.

Sobre la base exclusiva de esta información, y aun incorporando a las previsiones una estimación relativamente pesimista sobre la evolución del índice en la segunda mitad del año, el resultado promedio del mismo registraría todavía una tasa positiva situada en torno al 3,0 %. Sin embargo, la información posterior facilitada por aquellos indicadores que muestran habitualmente una correlación más alta con el índice de producción industrial —consumo de energía eléctrica y opiniones empresariales sobre niveles de producción— revela que la actividad del sector se mantuvo, en el segundo y tercer trimestres, por encima de lo esperado, aunque, obviamente, con tasas de crecimiento intertrimestrales menores que las del primer trimestre.

En efecto, el consumo de energía eléctrica mantuvo hasta el mes de septiembre un crecimiento sostenido (4,5 % para el promedio de los nueve meses sobre igual período del año anterior), y los datos parciales disponibles para el mes de octubre registraron una tasa todavía mayor. Las opiniones empresariales sobre ni-

veles de producción, por su parte, aunque algo más erráticas en su evolución intermensual, reflejaron también nítidamente el sostenimiento de la actividad del sector, hasta el punto de que el dato de agosto, último disponible, resulta anormalmente elevado, una vez corregido de estacionalidad.

Por tanto, si los indicios de sostenimiento de la actividad industrial hasta el otoño se confirmaran, la tasa estimada de crecimiento del 3,0 %, incorporada al cuadro macroeconómico previsto para el año, podría resultar demasiado prudente (1). Téngase en cuenta que cualquier tasa positiva para el segundo semestre respecto del primero, por modesta que fuera, implicaría ya un crecimiento importante y por encima del 3,0 % respecto del mismo período del año anterior. Pero, en todo caso, lo relevante desde el punto de vista de la evolución futura del sector en 1984 no sería tanto el mayor o menor crecimiento medio del índice en 1983, sino el análisis de los factores que, desde el lado de la demanda, habrían posibilitado el sostenimiento de la actividad industrial, en el segundo semestre, por encima de lo que se preveía a mediados del año en curso. Sobre este punto se volverá en el epígrafe 3 de este artículo.

6. Indicadores de producción y actividad (*)

	Tasas de crecimiento			
	Índice de producción industrial	Consumo energía eléctrica	Consumo energía primaria	Consumo aparente de cemento
1981/1980 (Ø)	-1,0	0,0	-3,9	- 6,3
1982/1981 (Ø)	-1,1	2,1	-2,3	- 0,3
1983/1982 (Ø)	3,4 (b)	4,5 (e)	0,3 (c)	- 0,9 (d)
1982 (a)				
I TR (Ø)	1,7	5,3	7,0	-10,7
II TR (Ø)	-2,1	10,9	-2,0	- 1,4
III TR (Ø)	3,1	6,8	9,0	30,6
IV TR (Ø)	-8,0	-6,6	-5,0	- 9,7
1983 (a)				
I TR (Ø)	22,0	9,3	-4,0	-12,8
II TR (Ø)	8,8 (b)	12,1	13,0	- 1,6
III TR (Ø)	...	0,9	...	7,7 (d)

- (a) Tasas intertrimestrales, elevadas a ritmo anual.
 (b) Último mes disponible: mayo.
 (c) Último mes disponible: junio.
 (d) Último mes disponible: julio.
 (e) Último mes disponible: septiembre.

FUENTE: INE, UNESA, OFICEMEN y CAMPSA.

(1) Es preciso recordar, una vez más, que esta prudencia viene aconsejada por las revisiones, a veces muy importantes, de las cifras mensuales del índice de producción industrial, cuando, trimestralmente, se incorpora la información de los sectores no cubiertos por el índice mensual, como es el caso de la industria naval.

7. Producción industrial: componentes (*)

	Tasas de crecimiento			
	Índice general (c)	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes intermedios
1981/80 (Ø)	-1,0	-3,4	7,8	-1,0
1982/81 (Ø)	-1,2	0,0	- 7,9	-0,5
1983/82 (Ø)	3,4 (b)	7,2 (b)	-0,4 (b)	1,7 (b)
1982 (a)				
I TR (Ø)	1,7	-1,9	22,0	-5,0
II TR (Ø)	-2,1	9,2	-34,5	2,9
III TR (Ø)	3,1	-4,0	-26,3	3,6
IV TR (Ø)	-8,0	-7,4	33,6	-3,8
1983 (a)				
I TR (Ø)	22,0	34,3	20,3	4,3
II TR (Ø)	8,8 (b)	20,2 (b)	29,8 (b)	3,5 (b)

- (a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.
 (b) Último mes disponible: mayo.
 (c) El índice general se ha desestacionalizado con una metodología distinta del X-11.

FUENTE: INE.

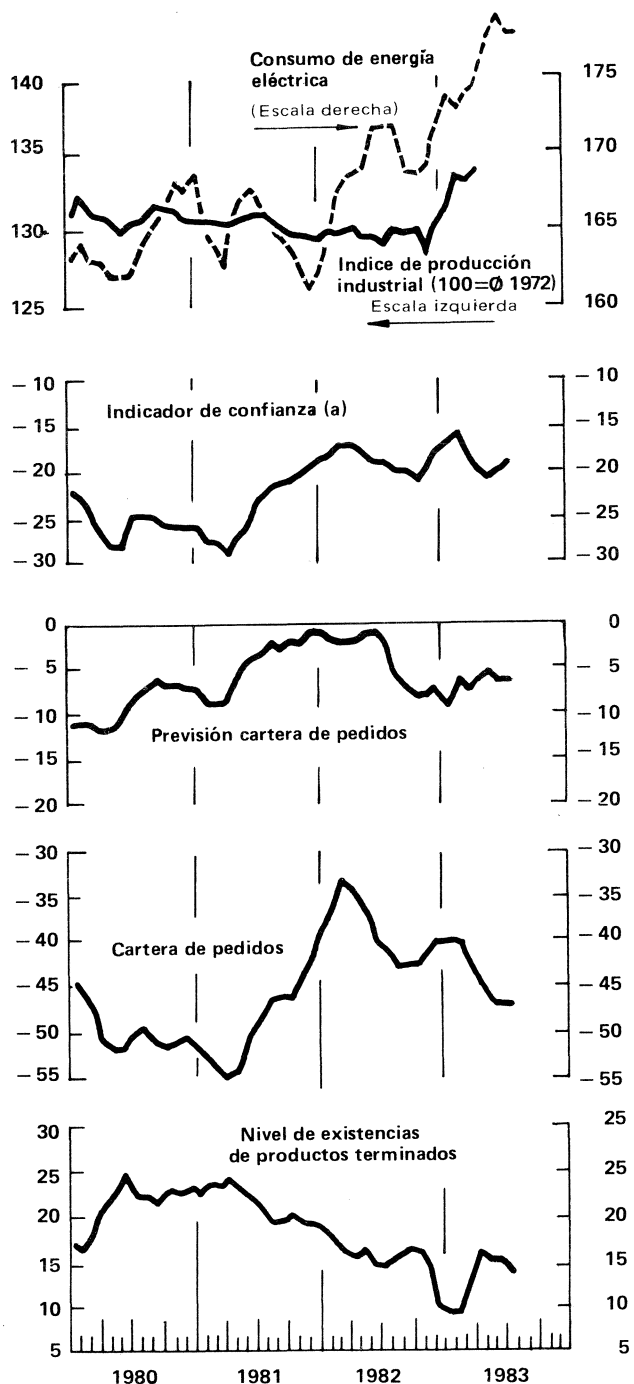
La actividad del sector de la **construcción** no participó del dinamismo industrial, estimándose que la producción en términos reales incluso retrocedió en valores absolutos. El efecto depresivo sobre la actividad de la construcción ejercido por la disminución en el ritmo de crecimiento de la inversión pública, que en 1982 constituyó el apoyo básico del sector, y la acentuación del ritmo de descenso del subsector de vivienda, explican el retroceso del valor añadido real de la construcción y de la demanda final del sector, que será analizada con algo más de detalle en el epígrafe 3.

La escasa información disponible hasta el momento sobre los **servicios** indica que la evolución agregada de este sector en 1983 se mantuvo en la línea habitual del mismo que, desde 1979, viene registrando tasas de crecimiento moderadas —entre el 1,0 y el 2,0 %— y, por supuesto, menores que las habituales antes del inicio de la crisis, pero sostenidas. De hecho, aunque la tasa agregada estimada para 1983 (1,9 %) refleja una cierta desaceleración respecto del 2,1 % estimado para 1982, ello se debe exclusivamente al menor crecimiento registrado por los servicios no destinados a la venta, generados por las Administraciones Públicas, que, si en 1982 crecieron un 4,1 %, desaceleraron su tasa de aumento en 1983 —se estima que se situará en torno al 2,2 %—.

La información disponible para analizar el comportamiento de los servicios privados no sólo es muy escasa y atrasada, sino que, además, la heterogeneidad de las actividades recogidas en la rúbrica impide la generali-

2. Indicadores derivados de las encuestas de opiniones e índice de producción industrial (*)

(Medias móviles)



(a). Media de las variables "previsiones de producción para los próximos tres meses", "cartera de pedidos" y "nivel de existencias", esta última cambia de signo.

zación a la totalidad del sector de la evolución sugerida por los escasos indicadores disponibles para alguna de sus ramas. Incluso los datos agregados sobre el empleo en el sector son cada vez menos significativos, ya que la productividad de los diferentes subsectores es muy dispar y, en algunos, se están produciendo aumentos importantes en la misma, derivados de un proceso de racionalización y ajuste de plantillas de suficiente entidad para imposibilitar un análisis agregado de la relación entre producción y empleo.

El comercio, que representa más del 25 % de la actividad global del sector y emplea a cerca del 40 % de la población ocupada en los servicios privados, constituye un ejemplo ilustrativo de lo señalado en el párrafo anterior, ya que está registrando una evolución progresiva hacia la concentración de la actividad en grandes almacenes, cadenas alimenticias e hipermercados, con la consiguiente reducción en el nivel de empleo por unidad de producto. Por eso, y aunque los datos de la EPA sobre la evolución de la población ocupada en el sector en el primer semestre siguen mostrando retrocesos en el mismo, el índice de ventas en grandes almacenes, deflactado, registró, en los meses para los que se dispone de datos, un crecimiento significativo (1,7 % en el promedio de enero a mayo respecto de igual período de 1982) en relación a los retrocesos absolutos de los años precedentes.

La actividad hotelera recibió en 1982 un impulso temporal importante, ligado al «boom» turístico del año —favorecido por la celebración del campeonato mundial de fútbol—, que no cabía esperar pudiera mantenerse en años sucesivos. No obstante, y aunque los datos disponibles para 1983 sobre extranjeros entrados registraron un retroceso del -2,3 % en el período enero-septiembre respecto de los mismos meses de 1982, la información del Registro de Caja del Departamento de Extranjero sobre ingresos por turismo (1) y el comportamiento positivo del dato sobre pernoctaciones sugieren que la actividad productiva ligada del sector evolucionó, en los meses transcurridos de 1983, de forma más favorable que lo que el movimiento de viajeros pudiera indicar.

En el sector de transportes, la información es tan atrasada e insuficiente que sólo cabe inferir su posible evolución en la hipótesis razonable de relacionar la actividad del subsector con la del resto de la economía. Los datos disponibles apuntan un menor ritmo de acti-

(1) Véase el epígrafe 4 de este mismo capítulo.

vidad en el sector ferroviario, estabilidad en el transporte aéreo, y un mayor dinamismo en el marítimo, pero, dada la parcialidad de la información que recogen, no cabe atribuirles un significado fiable ni siquiera desde un punto de vista cualitativo. En cuanto al transporte terrestre no ferroviario, sector atomizado y, posiblemente, con una buena cuota de participación en la llamada economía sumergida, sólo cabe extender a él la hipótesis de correlación con la evolución de las otras ramas de actividad de la economía.

En estos supuestos, con la evidencia parcial disponible, y teniendo en cuenta que algunos de los sectores para los que de momento se carece de información —instituciones financieras, comunicaciones, publicidad, etc.— son precisamente los más dinámicos, se ha estimado finalmente un crecimiento real del sector, para el promedio del año, del 1,9 %.

Las últimas estimaciones del Ministerio de **Agricultura** cifran el crecimiento probable de la producción final agraria en torno al 2,5 %, a pesar de las desastrosas condiciones climáticas, como la sequía y las inundaciones repetidas. Algunas cosechas especialmente buenas, como la de cereales —sobre todo, cebada, en el Valle del Duero—, y las de girasol y remolacha, permitirán salvar las cifras agregadas de la producción agrícola en un año desigual que, para otras producciones, ha debido de ser muy negativo. En todo caso, y según los datos de la EPA, en el primer semestre del año la población ocupada en la agricultura creció un 0,7 % respecto del mismo período del año anterior, mientras el empleo privado no agrícola descendió un -1,9 % en los mismos períodos de comparación.

En resumen, puede esperarse un crecimiento real del PIB, para el promedio de 1983, situado en torno al 2,0 % —podría ser superior—, pero con la característica sobresaliente de que la aportación del sector industrial podría ser casi de un punto, después de varios años de haber estado perdiendo participación relativa en la producción total del país. En el Boletín Económico del mes pasado, se incluyó un capítulo dedicado al análisis de la evolución del empleo en el año con los datos disponibles hasta entonces —no se ha recibido información posterior relevante—, que contiene los datos precisos para analizar las repercusiones en los niveles de empleo y paro de un crecimiento del producto nacional de las características aquí descritas, por lo que en este número no se insistirá en el tema, centrandolo en la evolución de los distintos componentes de la demanda final que han hecho posible dicho crecimiento.

3. La demanda interior

Los principales factores que, desde el lado de la demanda, han contribuido al crecimiento del PIB en 1983 han sido, de una parte, el consumo privado —con un impulso importante en el primer trimestre, más atemperado posteriormente, pero sostenido por encima de lo que se preveía al inicio de la primavera—, y de otra, las exportaciones que, precisamente a partir de esas fechas, recobraron su dinamismo, reflejando, a medida que transcurría el año, los efectos positivos de la depreciación del tipo de cambio y de una demanda mundial en recuperación. El consumo público también registrará para el promedio del año una tasa de crecimiento real positiva, pero su contribución al PIB será menor que en 1982. La formación bruta de capital fijo, por su parte, retrocederá de nuevo, presionada a la baja por el sector de la construcción, que sigue sin mostrar síntomas de recuperación, y la inversión en maquinaria y bienes de equipo que, si bien un poco menos deprimida que en el año precedente, difícilmente alcanzará una tasa real positiva del 1,0 %.

La renta disponible para el gasto de las familias recibió en la última parte de 1982 un impulso importante proveniente, en parte, de la cláusula de revisión salarial de salvaguardia del ANE, y, en parte, del sector público. Dadas las fechas de tales aumentos de las rentas familiares, sólo pudieron materializarse parcialmente en el **consumo** imputable a dicho año. La cuenta de renta disponible para el gasto de las familias e instituciones privadas sin fines de lucro recogida en el cuadro, aunque referida a cifras medias anuales, es ilustrativa sobre los efectos redistributivos del sector público en 1982. Si se tiene en cuenta que una parte importante de dichos efectos se produjo casi al concluir el año, ello explica el valor anormalmente alto de la estimación contable de la propensión media al ahorro en 1982. Cabía esperar, por tanto, un aumento del consumo en los primeros meses de 1983, impulsado por unas rentas generadas en el año precedente y, posiblemente, con una alta propensión al gasto, dado el carácter —hasta cierto punto, excepcional— de las ligadas a la cláusula de revisión del ANE, y la mayor propensión al consumo de las familias beneficiadas por los efectos de la política redistributiva de las Administraciones Públicas. Como, además, sobre este efecto se acumuló, por las mismas fechas, un clima de expectativas favorables en torno al empleo que, temporalmente, debió provocar una elevación adicional en la propensión media al consumo, el crecimiento de este en el primer trimestre del año superó las cotas explicables por la evolución de las rentas efectivas imputables a ese período.

8. Renta disponible de las familias

%

	1979	1980	1981	1982	1983
Remuneración de asalariados	16,6	13,5	12,2	12,7	12,6
Rentas de la propiedad y la empresa	17,1	20,3	13,4	18,0	12,9
Prestaciones sociales	27,2	22,9	20,7	18,3	17,0
Transferencias	-40,9	32,3	86,2	34,4	12,7
Impuestos directos	36,0	44,2	19,5	4,5	27,0
Cotizaciones sociales	21,6	17,2	13,3	11,3	15,4
Renta bruta disponible	16,2	15,2	14,0	16,6	12,3
PRO MEMORIA:					
Ahorro/Renta disponible	8,8	7,2	7,8	9,2	8,5

FUENTE: INE y BE.

El retraso en las negociaciones del Acuerdo Marco Interconfederal, cuando ya empezaba a agotarse el impulso de las rentas heredadas del año precedente, se reflejó en cierta debilitación del consumo, al inicio de la primavera. Sin embargo, la entrada en vigor de los nuevos convenios con una banda generosa en sus límites —de 9,5 % a 12,5 %— dio un nuevo impulso a los salarios monetarios, precisamente en los momentos de mayor desaceleración de la inflación —véase el epígrafe 5—. El descenso en el ritmo de crecimiento de los precios ha desempeñado en la economía mundial un papel clave en el relanzamiento del consumo, apoyado, en muchos países, por una política de disminución de impuestos que, en España, por el contrario, incidieron negativamente en la evolución de la renta disponible de las familias en el año. Sin embargo, en los meses centrales de 1983, el consumo todavía pudo sostenerse, precisamente sobre la base de la coincidencia de un período de crecimiento de empleo —véanse los resultados de la EPA en el segundo trimestre del año— y aumento positivo del salario real por persona empleada.

Aunque los últimos datos disponibles sobre evolución de los salarios están algo atrasados —véase epígrafe 5—, con la información hasta ahora disponible sobre los mismos, e incorporando las previsiones sobre la evolución de las principales magnitudes de las cuentas de los AAPP que aparecen en la cuenta de renta disponible de las familias, se ha estimado ésta tentativamente para poder evaluar el posible crecimiento del consumo y el ahorro en el año. La desaceleración en la evolución estimada para las rentas de propiedad y de la empresa en relación con el año precedente se debe a la hipótesis de comportamiento desfavorable de determinadas rentas, como las agrícolas, dadas las difíciles condiciones climáticas, y los alquileres que, de acuerdo

con la información disponible, fueron uno de los componentes menos dinámicos del índice de precios al consumo. No obstante, y dado que estas rentas han ido cediendo participación en la rúbrica total frente a los intereses y rentas del capital, el crecimiento finalmente recogido para el total de las mismas podría estar subestimando la evolución del agregado.

En todo caso, la incorporación a la cuenta de renta disponible de las previsiones de crecimiento del consumo real y de su deflactor recogidos en el cuadro macroeconómico del año implican un retroceso moderado en la propensión al ahorro, que aún podría ser más acusado.

La escasez de indicadores sobre el comportamiento del consumo que permitan siquiera conjeturar la posible evolución del mismo en la segunda mitad de 1983 limita la validez de unas estimaciones que están más fundamentadas en un análisis de las rentas que generan el consumo, que en la información directa sobre el mismo. No obstante, la escasa evidencia disponible refuerza la impresión de una recuperación del consumo en 1983, que fue de especial intensidad en los primeros meses del año. Así, el índice de ventas en grandes almacenes creció, una vez deflactado, un 1,7 % en el período enero-mayo respecto a los anteriores meses de 1982, frente a un retroceso del 2,0 % en el año precedente. Las opiniones empresariales, por su parte, aunque pesimistas en sus respuestas sobre la cartera de pedidos, sí reflejaron un clima favorable respecto de 1982 en sus previsiones de producción. En cuanto a las matriculaciones de automóviles, crecieron un 4,8 % en el promedio de enero-agosto sobre el mismo período de 1982, lo que significa que se mantuvo la tónica de recuperación de la demanda interior de estos bienes, aunque con menos vigor que en el año precedente y con síntomas de agotamiento a partir del segundo trimestre. No obstante, los últimos datos disponibles evidencian de nuevo una evolución positiva.

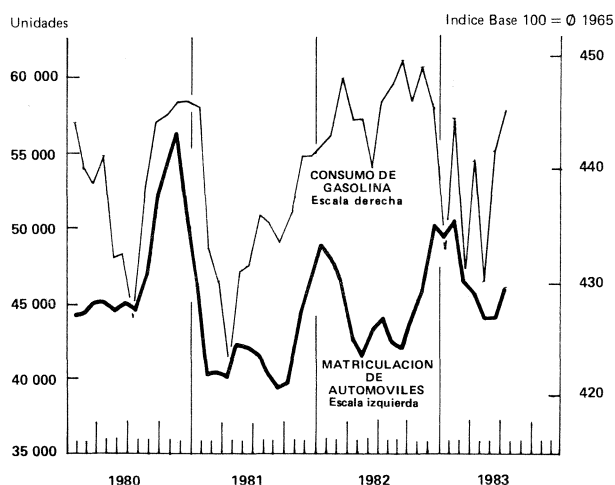
En todo caso, el sostenimiento moderado de la demanda interior no habría permitido un desarrollo del sector del automóvil de la importancia del registrado, ya que éste se apoyó, sobre todo, en el mercado exportador —véase el epígrafe 4 de este capítulo—, aprovechando la recuperación de su demanda en los países desarrollados en los que está desempeñando un papel importante en la fase inicial ascendente del ciclo. Así, en los Estados Unidos, las matriculaciones de automóviles nuevos han alcanzado su nivel más elevado de los últimos tres años; las ventas japonesas de automóviles en 1983 serán un 20 % mayores que en 1979; el mer-

cado alemán está creciendo por primera vez desde 1978, y, en Inglaterra, el mercado se ha desarrollado de forma todavía más espectacular. En España, la producción interior de automóviles registró también en 1983 un crecimiento muy importante, con una tasa de aumento en el número de unidades producidas del 24,4 %, en el período enero-julio —último para el que se dispone de datos— sobre igual período del año anterior. Esta cifra por sí sola da idea de la importancia que el sector hubo de tener en la recuperación de la producción industrial en el año. Es verdad que la entrada en funcionamiento de la nueva factoría de la General Motors exige algunas matizaciones a la hora de interpretar las cifras, ya que tasas tan elevadas son difíciles de repetir al ampliarse considerablemente la base de comparación. Sin embargo, ello no significa que para valorar los resultados de la industria en el año hayan de sustraerse de las cifras totales la producción y las ventas de la nueva factoría. En puridad, sería interesante evaluar el grado de desplazamiento de los competidores en la atención de la demanda interior y exterior correspondientes, pero las cifras agregadas del conjunto de la industria son, en todo caso, las relevantes, y evidencian el dinamismo del sector, cualquiera que haya sido la distribución de los resultados entre las distintas empresas del mismo —según los datos disponibles, fue muy desigual y con efectos negativos de la nueva competidora sobre las ya instaladas—.

La inversión productiva siguió mostrando en los meses transcurridos de 1983 síntomas claros de retrai-

3. Indicadores de consumo privado (*)

(Medias móviles)



Fuente: Dirección General de Tráfico y CAMPSA.

miento, a pesar de que se ha estimado una modesta desaceleración estimada en el ritmo de descenso de la formación bruta de capital fijo para el promedio del año. En síntesis, los datos disponibles sugieren una cierta recuperación de la formación bruta de capital fijo en maquinaria —incluida calderería—, un retroceso de la inversión en material de transporte y un nuevo descenso de la construcción.

9. Indicadores de demanda de consumo (*)

	Matriculación de automóviles (a)	Consumo de gasolina (a)	Encuestas de opiniones empresariales (b)		
			Cartera de pedidos	Previsión de producción	Nivel de existencias
1981	-11,9	- 1,0	-47	- 2	25
1982	5,9	2,6	-34	2	18
1983	4,8	- 1,0	-40	5	14
1982					
I TR (Ø)	48,5	1,5	-32	4	20
II TR (Ø)	-38,9	1,4	-32	3	20
III TR (Ø)	2,2	2,7	-40	0	17
IV TR (Ø)	46,8	1,2	-32	- 1	15
1983					
I TR (Ø)	37,8	- 3,8	-34	7	5
II TR (Ø)	-42,1	-12,3	-43	3	17
III TR (Ø)	2,8	4,1	-43	6	23

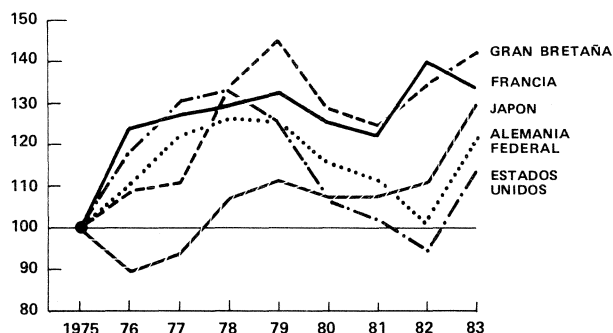
(a) Tasas de crecimiento interanuales e intertrimestrales elevadas a ritmo anual. Último mes disponible: agosto.

(b) Promedios en el período. Último mes disponible: agosto.

Sin embargo, la evolución moderadamente positiva de la primera sólo debió de beneficiar de forma limitada a las empresas productoras de estos bienes, ya que, una vez más, una parte considerable de esta demanda se atendió con maquinaria de importación, y las exportaciones disminuyeron drásticamente, debido, sobre todo, al retroceso generalizado de las ventas de maquinaria mecánica en todos los mercados exteriores y, especialmente, en América del Sur —véase epígrafe 4—. El descenso de la inversión en material de transporte fue, por su parte, bastante generalizado, a excepción del terrestre no ferroviario, donde el ritmo de matriculaciones sugiere un comportamiento más sostenido de la demanda interior, aunque de nuevo atendido, en parte, mediante importaciones. En todo caso, una parte sustancial del descenso en la inversión agregada del subsector se debió a la construcción naval que, pese al crecimiento de sus exportaciones, registró un retroceso acusado en la producción, lo que refleja la profunda crisis de la demanda interior correspondiente. De todas formas, también la inversión en material de transporte aéreo contribuyó al descenso de la

4. Matriculación de automóviles

Ø 1975 = 100



Fuente: The Economist.

cifra agregada del sector, a juzgar por el notable retroceso registrado en las importaciones correspondientes.

El rasgo más destacado de la evolución de la **construcción** en 1983 fue el comportamiento del sector público que, con un importante descenso en sus licitaciones, determinó un crecimiento del subsector de obra pública mucho más moderado que en el año precedente. En efecto, la licitación oficial en el período enero-junio descendió un $-16,4\%$ en términos nominales sobre el mismo período del año anterior ($-25,0\%$ en términos reales), retroceso importante que debió provocar una disminución del nivel de actividad respecto de las cotas alcanzadas en el último trimestre de 1982, si bien con tasas todavía positivas en términos interanuales. No obstante, si la licitación oficial se mantuviera para el total del segundo semestre en los niveles alcanzados en el primero, el volumen de obra ejecutada registraría, para el promedio del año, tasas excesivamente bajas en relación con las cifras de inversión pública en construcción de los presupuestos de 1983 (23% en pesetas corrientes y 10% en pesetas constantes). Por ello, parece lógico pensar que, a mediados de año, existía un importante volumen de proyectos sin salir a licitación, debido al retraso en la aprobación de los Presupuestos Generales, por lo que la estimación final de la inversión del subsector de obra pública para el promedio del año incorpora la hipótesis de una aceleración en la tramitación de los proyectos en la segunda mitad del mismo.

El nivel de actividad del subsector de inmuebles residenciales continuó descendiendo en el primer semestre de 1983 y a un ritmo superior al del año precedente, acusando el importante retroceso en el ritmo de iniciaciones registrado en 1982. Los datos disponibles para el año en curso sobre visados de proyectos, nuevas iniciaciones y viviendas terminadas confirman la desfa-

vorable evolución del subsector, con el consiguiente retroceso en el indicador de gasto en vivienda que acelera su ritmo de descenso. No obstante, una parte importante de esta evolución negativa es imputable al mal comportamiento mostrado por la vivienda de promoción pública, ya que la estimación del gasto en las de promoción privada muestra una cierta estabilidad agregada, aunque con una evolución muy dispar en sus componentes, con recuperación de las de promoción oficial y nuevo e importante retroceso de las libres.

Sólo el subsector de construcción no residencial privada mostró en 1983 síntomas de un mayor sostenimiento en su nivel de actividad respecto al año precedente, aunque la información disponible es muy escasa. La encuesta de opiniones empresariales evidenció una cierta mejoría en sus respuestas sobre niveles de producción en los subsectores de «construcciones industriales» y «servicios varios», coherente con el nivel algo más sostenido de la inversión en bienes de equipo —especialmente al excluir el material de transporte—. No obstante, el mayor pesimismo empresarial en lo que a niveles de contratación se refiere no permite albergar tampoco grandes esperanzas sobre el futuro inmediato de la construcción no residencial privada. En conjunto, por tanto, la estimación final de la formación bruta de capital fijo en construcción, recogida en el cuadro macroeconómico de 1983, del $-1,0\%$, refleja la situación deprimida del sector, aunque incorpora ciertas hipótesis de moderada recuperación de la actividad en el segundo semestre, que, de no confirmarse, obligarían a revisar a la baja la cifra estimada.

10. Construcción: principales indicadores

	Consumo aparente de cemento (*)	Ocupados construcción (*)	Licitación oficial (*)	Viviendas iniciadas	Viviendas terminadas
1981/1980 (Ø)	- 6,3	-7,6	32,6	- 3,7	-11,4
1982/1981 (Ø)	0,3	-1,5	34,5	- 9,6	0,9
1983/1982 (Ø)	- 0,9(c)	-3,7(b)	-16,4(b)	- 8,6(d)	-15,1(d)
1982 (a)					
I TR	-10,7	-1,4	7,7	-27,4	-17,4
II TR	- 1,4	-1,7	- 0,2	-31,1	104,4
III TR	30,6	-6,3	28,0	-19,5	-27,3
IV TR	- 9,7	-5,5	16,6	36,2	23,1
1983 (a)					
I TR	-12,8	-7,9	-69,8	-21,5	-64,3
II TR	- 1,4	12,7	49,7	- 8,0	95,2
III TR	11,1(e)	-	-	-71,2 (f)	2,5 (f)

- (a) Tasas intertrimestrales elevadas a ritmo anual.
 (b) Último dato disponible: junio.
 (c) Último dato disponible: julio.
 (d) Último dato disponible: agosto.
 (e) Julio sobre abril.
 (f) Julio-agosto sobre abril-mayo.

FUENTE: OFICEMEN, INE, SEOPAN y MOPU.

La información disponible sobre la evolución de la inversión en **existencias**, además de insuficiente, es confusa, y precisa numerosas matizaciones. En efecto, las respuestas de la encuesta de opiniones empresariales sobre el nivel de existencias de productos industriales siguió mostrando, en los primeros meses del año en curso, el proceso de ajuste a la baja que caracterizó el año 1982, aunque, a partir del segundo trimestre, invirtió su tendencia. Este comportamiento parece responder a la recuperación iniciada por la producción industrial en 1983, que ha incidido, en alguna medida, sobre un nivel de existencias tan bajo como el alcanzado el año precedente. Sólo se dispone de datos cuantitativos poco relevantes para confirmar la evolución expresada por las encuestas de opiniones. Así, las cifras sobre existencias de automóviles y material de transporte terrestre muestran aumentos en su volumen, siendo difícil precisar si se trata de un ajuste deseado o no.

En cuanto a las existencias de productos agrícolas, fuentes oficiales del Ministerio de Agricultura han señalado la actuación del FORPPA, al desprenderse de parte de los excedentes acumulados, como un intento de paliar los desajustes de oferta y demanda que estaban produciéndose en algunos mercados. No obstante, las cifras de créditos otorgados por el Banco de España al FORPPA, que pueden ser un indicador del coste de financiación de los excedentes de productos agrícolas mantenidos por dicho organismo, siguen siendo elevadas.

Finalmente, con todas las cautelas que la información disponible exige, se estima que la aportación de la inversión en existencias al crecimiento del PIB en 1983 será de 0,1 puntos.

A partir de la información disponible del conjunto de las Administraciones Públicas, cabe estimar el avance del **consumo público**, en 1984, en un 14 % en términos monetarios, lo que supone una desaceleración apreciable sobre el 18,2 % de 1982. Esa desaceleración debe atribuirse al crecimiento real, ya que, frente al 6,1 % de aumento en 1982, el incremento será del 2,5 % en este año, lo que se explica por la fuerte caída de las compras de bienes y servicios, que de un aumento del 35,5 % en 1982 pasarán a un crecimiento del 12,6 % en 1983. Las remuneraciones de personal, con un incremento del 14,2 % en 1983, mantienen prácticamente el crecimiento del año anterior, incorporando dicha tasa un aumento del 2 % del número de funcionarios.

4. La demanda exterior

La información disponible sobre los distintos componentes de la **demanda exterior** se refiere al período

enero-agosto, por lo que —a pesar de la fuerte erraticidad que vienen mostrando algunas de estas series— puede realizarse ya un primer análisis de lo que será el año 1983.

En los ocho primeros meses del año, las **exportaciones de mercancías** aumentaron, en pesetas, a una tasa del 24,6 %, en relación con el mismo período del año anterior, siendo el 22,2 % y el 56,0 % las tasas de variación correspondientes a los productos no energéticos y a los productos energéticos, respectivamente. Aunque la información sobre deflatores del comercio exterior es escasa y débil, puede estimarse que la tasa de variación real de las exportaciones en el período de referencia anterior se habrá encontrado, con toda seguridad, por encima del 6 %. El crecimiento logrado por los productos energéticos ha sido superior al registrado por los no energéticos; a pesar de ello, el aumento real de estos últimos ha de considerarse como plenamente satisfactorio, muy superior al alcanzado por la media de los países desarrollados.

Para el conjunto del año, el Servicio de Estudios del Banco de España ha previsto, con la información actual, que la tasa de crecimiento en pesetas del total de las exportaciones estará en torno al 24 %, por lo que, con un deflactor en pesetas que aumentara, aproximadamente, un 17 %, se obtendría un incremento real medio anual del 6 %. Un comportamiento en el índice de valor unitario de las exportaciones como el indicado supondría que, en dólares, los precios de nuestros productos de exportación habían disminuido un 10 % por término medio, en 1983; como se espera que los precios de exportación de los países desarrollados desciendan, también expresados en dólares, casi un 4 % (la tasa de variación para el primer semestre ha sido del -1,5 %), la ganancia media de competitividad de las exportaciones españolas en el año actual, con respecto al conjunto de países desarrollados, habrá sido de un 6 %, aproximadamente. Es importante constatar que el índice medio anual del tipo de cambio efectivo real de la peseta frente al conjunto de países desarrollados puede mejorar, en 1983, en un 11 % ó un 12 %, con lo que se tiene un indicio del importante margen de ganancia de competitividad que las empresas exportadoras se han apropiado en el año (1).

(1) Esta medida de la competitividad de la economía española se refiere al índice elaborado con precios al consumo; los resultados del índice que utiliza los precios industriales son algo diferentes, pero no alteran el sentido del comentario realizado en el texto. Obsérvese que la comparación se realiza con los valores medios anuales; los movimientos a lo largo del año darían resultados muy diferentes.

Si se tiene en cuenta que el crecimiento del conjunto de nuestros mercados en 1983 será prácticamente nulo, pero con diferencias apreciables entre ellos, todo el crecimiento real previsiblemente alcanzable por las exportaciones de mercancías en dicho año será resultado de la mejora en la competitividad de nuestros productos en los mercados exteriores, mejora que, lógicamente, se produce con mayor o menor intensidad según el comportamiento relativo de cada uno de los mercados. Así, en los ocho primeros meses del año, las ventas a la Comunidad Económica Europea son las que han tenido un mayor dinamismo –si excluimos, por su mucha menor importancia, el mercado de países del COMECON, muy desarrollado por las ventas de productos vegetales y derivados del petróleo–, mientras que las exportaciones a los países americanos que no pertenecen a la OCDE ni al grupo de la OPEP, «Otros de América», son las que han tenido un comportamiento más desfavorable; el mercado de la OPEP, como se analizará en el capítulo dedicado a la balanza de pagos, ha tenido una evolución muy irregular, según los diferentes grupos de productos.

Por grupos de bienes, en el cuadro número 11 se observa que los productos del sector agrario y de la industria alimenticia han registrado una evolución, en conjunto, favorable; el mayor dinamismo ha correspondido a los productos vegetales –con un fuerte incremento en el mercado de países del COMECON– y a las materias primas no energéticas para el sector agrario –de las que casi el 60 % tiene como destino los países de la OCDE–, mientras que los productos de la industria alimenticia se han visto muy influidos por la caída del mercado de países de la OPEP.

Las materias primas y productos semielaborados de origen no energético han registrado, hasta agosto, un crecimiento real moderado, con un comportamiento favorable en todos los mercados, incluso el de la OPEP, pero con un retroceso fortísimo en el grupo llamado «Otros de América», al que se dirige menos del 6 % del total de estos productos.

Dentro de los bienes de consumo, está siendo muy distinta la evolución de las tres agrupaciones conside-

11. Comercio exterior por grupos de productos

Pesetas corrientes, m.m., %

	Importaciones			Exportaciones		
	ENE-AGO 1982	ENE-AGO 1983	% incremento	ENE-AGO 1982	ENE-AGO 1983	% incremento
Productos animales	50,3	50,2	-0,2	20,7	24,3	17,6
Productos vegetales	37,7	44,6	18,3	126,0	162,6	29,0
Industria alimenticia	49,1	66,8	36,0	80,7	92,5	14,7
Materias primas para la agricultura	139,7	156,6	12,1	12,3	16,8	37,2
Productos energéticos	866,3	1.129,7	30,4	99,9	155,7	56,0
<i>Carbón</i>	36,8	32,3	-12,3	0,0	0,2	-
<i>Crudos de petróleo</i>	695,4	868,6	24,9	2,9	2,9	-
<i>Aceites de petróleo</i>	73,1	148,7	103,3	90,2	141,4	56,7
<i>Otros</i>	61,0	80,1	31,3	6,7	11,3	68,1
Materias primas y productos intermedios	515,9	611,6	18,6	537,7	658,1	22,4
Bienes de consumo	131,5	157,5	19,8	248,9	334,5	34,4
<i>No duradero</i>	48,8	53,4	9,5	139,5	153,6	10,1
<i>Duradero</i>	52,2	63,3	21,3	28,3	33,6	18,9
<i>Automóviles</i>	30,5	40,8	33,8	81,1	147,3	81,5
Bienes de equipo	396,2	484,4	22,3	279,0	312,1	11,9
<i>Maquinaria</i>	319,3	402,8	26,2	176,6	181,7	2,9
<i>Transporte ferroviario</i>	3,3	2,4	-28,9	1,9	2,5	31,5
<i>Transporte aéreo</i>	27,5	13,3	-51,6	12,1	11,6	- 3,7
<i>Transporte marítimo</i>	2,0	1,6	-21,2	29,7	49,8	67,8
<i>Transporte terrestre</i>	44,1	64,3	45,7	58,7	66,4	13,1
Otros productos	3,1	4,3	36,5	7,5	3,7	-51,4
Total	2.190,0	2.705,8	23,6	1.412,7	1.760,3	24,6

FUENTE: DGA y BE.

radas. En efecto, los bienes de consumo no duradero están creciendo a ritmos muy bajos, afectados en gran manera por el hundimiento del mercado de la OPEP y del grupo «Otros de América», ya que las ventas a la OCDE, y en especial a los Estados Unidos, ofrecen ritmos de crecimiento más entonados. Los bienes duraderos se mantienen a un nivel aceptable y los automóviles —el 91 % de los cuales tiene como destino países de la OCDE— son el grupo de exportaciones no energéticas de mayor crecimiento en lo que va de año.

La maquinaria mecánica, que representa el 66 % del total de nuestras exportaciones de maquinaria, es el grupo de productos cuya tasa de variación está siendo más desfavorable. Si bien su desarrollo en los países de la CEE está siendo moderado, con ligeros retrocesos reales, la caída real en los países del «resto de América» (19 % del total de exportaciones de este producto), Estados Unidos (7 %) y «resto de la OCDE» (9 %), ha alcanzado niveles muy altos. En cuanto al material de transporte, por último, el hecho más destacado es el importante aumento de nuestras exportaciones de barcos; las exportaciones de material de transporte terrestre están estancadas y las de aviones son el único grupo de productos de exportación que ha registrado, hasta agosto, una tasa de crecimiento negativa, en pesetas, en el mercado de países de la OCDE. Este mercado recibe casi el 60 % de nuestras exportaciones de material de transporte aéreo.

Las exportaciones de productos energéticos están registrando, en el año 1983, tasas de crecimiento fortísimas, aunque no tan elevadas como las que se alcanzaron en el año precedente. Cuando se analice la importación de productos energéticos, se hará también referencia al comportamiento de las exportaciones, pues es en ese contexto en el que pueden interpretarse cifras tan llamativas como las que se están registrando en los últimos años.

Dentro de las **exportaciones de servicios**, el turismo es el renglón que determina, básicamente, su evolución. La información disponible hasta el mes de agosto es muy contradictoria, pues si bien el registro de caja da una tasa de crecimiento para los ingresos por este concepto, en pesetas, del 24,2 %, en relación con igual período del año anterior, las cifras de viajeros entrados en España durante el período muestran un retroceso superior al 2 %. Por muy elevado que sea el deflactor que se aplique a los datos del registro de caja, resultará un crecimiento real apreciable en los ocho primeros meses del año, y, lógicamente, en el conjunto de 1983. Si bien en los primeros meses de este año pudieron producirse entradas de divisas por el concepto de turismo y viajes que habían esperado la depreciación del tipo de cambio de la peseta de diciembre de 1982, los

movimientos tuvieron poca importancia, y no parece que puedan explicar la diferencia existente entre las dos fuentes de información consideradas.

La tasa de crecimiento real que finalmente se ha considerado para los ingresos por turismo en el año 1983 ha sido del 3 %, con lo que para el total de **exportaciones de bienes y servicios** se ha previsto un crecimiento real del 5,5 %, inferior al del año 1982, pero con un comportamiento de nuestro sector exportador mucho más equilibrado y sostenido.

Según la Dirección General de Aduanas, las **importaciones de mercancías**, en el período enero-agosto de 1983, aumentaron, en pesetas, un 23,6 %, en relación con el mismo período del año precedente. Las importaciones de productos no energéticos lo hicieron en un 19,1 %, y las de productos energéticos, en un 30,4 %. Para el total del año, se ha previsto que la tasa de crecimiento en pesetas del total de importaciones se situará ligeramente por debajo del 22 %, con lo que, con un deflactor estimado que se incrementaría en el 21,5 %, resultaría una tasa de variación real prácticamente nula. Detrás de esta previsión, que, como se verá, está sujeta a numerosas incertidumbres, se esconden comportamientos muy dispares en los dos grandes grupos de productos considerados.

De acuerdo con la información disponible sobre los precios de exportación en los mercados mundiales, y teniendo en cuenta los cálculos que sobre el valor unitario de nuestras importaciones se realizan en diferentes organismos, se puede estimar en un 24 % el crecimiento en pesetas del deflactor de las importaciones de productos no energéticos en 1983. Como la tasa de crecimiento en pesetas corrientes considerada para dicho período ha sido del 18,5 %, resulta una caída real del 4,4 %, muy distinta del aumento del 6,5 % que registraron las importaciones no energéticas en 1982. Podría considerarse como incoherente el hecho de que, siendo superior la tasa de crecimiento real esperada para la economía española en 1983 que la que se registró el año pasado, se produzca una caída tan fuerte en la importación no energética entre uno y otro año. Debe tenerse en cuenta que, si bien el estímulo importador derivado de la tasa de crecimiento real del PIB será más elevado en 1983 de lo que fue en 1982, en el año actual se está produciendo un importantísimo efecto sustitución, derivado del fuerte aumento de los precios de importación en pesetas, que no tuvo lugar en el año pasado. Esto, junto al hecho de que parte de la importación no energética del año 1982 tuvo un fuerte componente especulativo ante las expectativas formadas sobre el comportamiento futuro del tipo de cambio de la peseta, hace que, incluso con una elasticidad-precio moderada, como posiblemente tengan nuestras im-

portaciones no energéticas, se expliquen convenientemente caídas reales en la importación como las aquí consideradas. A continuación, podrá verse la diversidad de comportamientos que tras este análisis agregado ocultan los diferentes grupos de productos.

Dentro de los productos de origen agrario —en una clasificación que, por ser provisional, no debe considerarse como demasiado precisa—, el hecho más destacado es el fortísimo retroceso de la importación de productos animales, muy influida por la caída de las compras procedentes de los países del grupo «Otros de América», ya que, a pesar de suponer sólo el 18 % del total, han disminuido, en pesetas y en los ocho primeros meses del año, en relación con igual período del año anterior, en un 26 %. Las compras de productos alimenticios elaborados, por el contrario, son uno de los grupos que ha mostrado mayor dinamismo durante el período considerado: ocho primeros meses del año actual. Las materias primas no energéticas para el sector agrario, aunque hayan registrado una tasa en pesetas muy moderada, están experimentando una sustitución fortísima entre los distintos mercados de origen; en efecto, las procedentes de los Estados Unidos, que en 1982 fueron casi el 80 % del total, han pasado a ser, en lo que va del año 1983, sólo el 57 % del total; por el contrario, las procedentes de países de la CEE o de los grupos «resto de América» y «resto del Mundo», están aumentando su participación con gran intensidad.

El grupo de materias primas no energéticas y productos semielaborados está registrando, en el año actual, retrocesos en términos reales, poniendo en evidencia la debilidad en que aún se sustenta la recuperación de la economía española en 1983.

Aunque el encarecimiento relativo de los bienes de consumo y los bienes de equipo importados, en relación con los precios interiores de esos bienes, está siendo similar, y el componente interior del consumo privado está mostrando en 1983, por término medio, mucho mayor dinamismo que la formación bruta de capital fijo, la importación de estos dos grupos de bienes está registrando comportamientos de muy distinto signo. En efecto, prescindiendo de los automóviles, las compras de bienes de consumo están retrocediendo en términos reales, a tenor con el fuerte impacto que la depreciación en el tipo de cambio de la peseta ha supuesto sobre sus precios de importación, ya que el efecto sustitución —junto con la acumulación de existencias realizada en 1982— está actuando con más fuerza que el efecto expansivo derivado de la recuperación del consumo privado. En cuanto a las importaciones de maquinaria —prescindiendo también, por ahora, del material de transporte—, están aumentando en pesetas constantes, cuando tanto el efecto sustitu-

ción como el derivado del componente interior de la inversión en maquinaria tenderían a actuar en sentido contrario. Este hecho, como en muchas ocasiones se ha señalado, refleja el interés que la importación de bienes de equipo tiene para las empresas que se quieren mantener en el mercado en condiciones competitivas como vía de acceso a innovaciones tecnológicas que configuran a dichos bienes importados como carentes de sustitutivos internos. Esta y otras muchas razones —entre las que se puede citar la relación existente entre inversiones procedentes del extranjero en España y adquisición de bienes de equipo en el exterior— hacen que continúe manteniéndose un flujo constante de importación de bienes de equipo, a pesar de la atonía que la inversión en bienes de equipo sigue mostrando, año tras año. Es también interesante constatar, dada la pujanza que en los últimos años viene registrando la exportación española de bienes de equipo, que se trata de productos diferentes —los que se exportan y los que se importan—, sin que el juego de los precios relativos permita una sustitución relevante entre ellos.

Los casos de los automóviles —en las importaciones de bienes de consumo— y del material de transporte —en los bienes de equipo— son algo peculiares. Las compras de automóviles en el exterior son un consumo de bienes de lujo menos sensible a las variaciones de su precio relativo, y que, además, se encuentran condicionadas a prácticas comerciales impuestas por los países europeos, con el fin de tolerar el fuerte impulso de nuestras exportaciones de esos productos. En cuanto al material de transporte, el fuerte descenso en la importación de aviones responde a decisiones de más difícil consideración, mientras que la compra de material de transporte terrestre —que ha crecido a tasas muy elevadas— sí se enmarca en un proceso similar al que se señaló para la importación de maquinaria.

Las importaciones de productos energéticos, que en 1982 fueron el 39,7 % del valor total de las importaciones españolas, continúan viéndose afectadas por una serie de problemas contables que dificultan su análisis e incluso cuestionan su propia cuantía. Según las estadísticas de la Dirección General de Aduanas, en los ocho primeros meses del año, el valor en pesetas de las importaciones de energía aumentó un 30,4 %, en relación con igual período del año anterior. La información sobre deflatores de productos energéticos sugiere que la tasa monetaria anterior implicaría crecimientos reales superiores al 11 %.

Los datos de la Dirección General de Aduanas sobre el tonelaje importado de crudos de petróleo pueden utilizarse para obtener la cifra de evolución real de dicho apartado, no así en el caso de otros productos

energéticos —por su gran heterogeneidad—, aunque siempre pueden ser un indicador de cómo está evolucionando la magnitud real correspondiente. Hasta agosto, el tonelaje importado de crudos se incrementó en un 6,6 %, en relación con el del mismo período del año anterior. El paso desde este 6,6 % hasta el más del 11 % que antes se estimaba para el total de la energía, se encuentra suficientemente justificado si se tiene en cuenta que, si bien el tonelaje importado de carbón está disminuyendo apreciablemente, el tonelaje de derivados del petróleo crece a tasas elevadísimas.

La información facilitada por el Instituto Nacional de Hidrocarburos indica, por el contrario, que, hasta julio, el total de toneladas de crudo importadas, en relación con el mismo período del año anterior, había disminuido en un 4,6 %. Tan fuerte divergencia con las cifras de Aduanas podría estar relacionada con problemas derivados del momento de cómputo en la importación del crudo, y, desde luego, sugeriría que, en lo que resta de año, la tasa de variación del tonelaje de crudo contabilizado por Aduanas podría desacelerarse. Esta conclusión se ve reforzada por otras muchas informaciones, según las cuales el volumen de crudo importado en 1983 aumentará entre un 2,4 % y un 4 %. Aceptando cifras de este orden para las importaciones de crudos en 1983, y suponiendo que, en el resto de productos energéticos, los cuatro meses que restan del año no variarán demasiado el comportamiento observado hasta agosto, se estima que el total de importaciones de energía aumentará en 1983, en términos reales, un 7 %. Esta tasa, finalmente, se contrastó por otra vía, ya que el Servicio de Estudios ha estimado en un 26 % el crecimiento anual, en pesetas corrientes, del total de compras al exterior de energía; el 7 % anterior implica un deflactor del 17,8 % en pesetas, equivalente al —10 %, aproximadamente, en dólares. Este deflactor puede ser un poco alto, en pesetas, y, por tanto, no suficientemente bajo en dólares; pero, en cualquier caso, está en línea de lo que puede esperarse con un entorno de fiabilidad aceptable.

Para terminar este análisis de las importaciones energéticas, hay que hacer referencia, por su indudable interés, al problema de contabilización, dentro de las cifras antes mencionadas, de la importación de crudo para maquilas.

Según cálculos realizados por la Secretaría de Estado para Comercio del Ministerio de Economía y Hacienda, en el primer semestre del año se han importado crudos para maquilas por unos tres millones de toneladas, con un valor de más de seiscientos millones de dólares. De esta importación ha resultado ser «verdadera maquila» una serie de productos derivados del petróleo valorados en más de 350 millones de dólares, y que se encon-

traban, por tanto, contabilizados en la exportación de productos energéticos a la que se hizo referencia páginas atrás. El resto —unos 250 millones de dólares— han sido «falsas maquilas», es decir, los productos derivados de ese crudo han terminado por ser adquiridos por las propias refinerías españolas y no se encontraban contabilizados en la importación de derivados del petróleo, analizada anteriormente. Realizándose los ajustes pertinentes, se observaría que: primero, la importación de crudo para abastecer el mercado interior está creciendo a menor tasa de la indicada —el crudo para maquilas aumentó, en tonelaje, a tasas próximas al 40 %—; segundo, la importación de derivados del petróleo está creciendo a tasas aún mayores que las contabilizadas por Aduanas, debido al fuerte crecimiento de las «falsas maquilas»; y, por último, los valores tan elevados que registra la exportación de productos energéticos se encuentran muy influidos por la venta de derivados del petróleo procedentes del crudo importado en régimen de maquila.

La información disponible sobre los distintos componentes de la **importación de servicios** no altera de forma significativa la tasa de crecimiento real estimada por el Servicio de Estudios del Banco de España para las importaciones de mercancías, por lo que puede considerarse que en el año 1983 el crecimiento real de **las importaciones de bienes y servicios** será, prácticamente, nulo. La aportación, por tanto, del total de la **demanda exterior** al crecimiento del PIB en 1983 se ha cifrado en un punto, frente a 0,6 puntos en 1982.

5. Precios y costes

La desaceleración en el ritmo de crecimiento de los **precios** constituye el rasgo positivo de la evolución del proceso inflacionista en 1983. El rasgo negativo surge de la evidencia, que se desprende de un análisis desagregado de la información disponible, del mantenimiento de tensiones que afloran con rapidez a los primeros síntomas de recuperación de la actividad productiva. En efecto, aunque la estimación de la evolución del índice de precios al consumo para el promedio del año (12,0 %) supone una desaceleración de casi dos puntos y medio en la tasa de crecimiento del índice agregado, lo cierto es que tal desaceleración será escasamente de un punto para el componente no alimenticio del mismo.

Aunque el índice de precios de los alimentos registró, en los nueve primeros meses de 1983, una evolución intermensual bastante errática, la desaceleración registrada en la tasa media del aumento del IPC total se debió, en gran medida, a la progresiva moderación de los precios de los alimentos, especialmente durante los

meses de mayo, junio y julio. En agosto, esta tendencia pareció quebrarse bruscamente, pero lo cierto es que el dato correspondiente al mes de septiembre volvió, contra buena parte de los pronósticos, a cotas más moderadas. En todo caso, la tasa acumulada hasta dicho mes —último para el que se dispone de datos—, desestacionalizada y elevada a anual, fue del 8,9 %, frente al 13,0 % registrado en el mismo período del año anterior, y la tasa promedio de los nueve primeros meses fue del 10,3 %, frente al crecimiento medio del 15,1 % en el año precedente, cifras suficientemente ilustrativas de la importancia del efecto moderador de los precios de los alimentos sobre el desarrollo inflacionista en 1983. Esta evolución favorable fue paralela a la de los precios percibidos por los agricultores, que crecieron, en el promedio de los siete primeros meses del año —últimos datos disponibles—, a una tasa del 5,1 % sobre el mismo período del año anterior —la tasa media de crecimiento de 1982 sobre 1981 fue del 15,9 %—. La evolución de los jornales agrícolas contribuyó de forma significativa a la moderación de los precios percibidos, ya que su tasa media de crecimiento fue del 6,5 % en los seis primeros meses del año, respecto a igual período de 1982.

La incógnita difícil de despejar es la posible evolución de los precios de los alimentos en los tres últimos meses del año, ya que las oscilaciones especialmente acusadas de su evolución en los meses pasados y la incertidumbre sobre los efectos de los factores climáticos dificultan los pronósticos. En todo caso, la evolución desfavorable de la sequía hasta el momento de cerrar este artículo, sigue constituyendo un factor amenazador sobre los precios de los alimentos en general,

y sobre el desarrollo ganadero en particular, cuya dependencia de los piensos importados constituye un elemento de presión constante sobre los precios de la carne. Por todo ello, no cabe esperar que el efecto moderador de los alimentos sobre el IPC, en los últimos meses del año, sea tan favorable como en los nueve primeros.

La desaceleración de los precios al consumo de los productos no alimenticios será bastante menor para el promedio de 1983. La tasa media de crecimiento de los mismos en los nueve primeros meses fue del 13,0 % —el crecimiento medio en 1982 fue del 14,0 %—, pero con un comportamiento más dinámico en los precios de los productos industriales —véase cuadro 12—. Estos resultados exigen, sin embargo, algunas precisiones. En primer lugar, es importante destacar el papel que la energía ha estado desempeñando a lo largo del año en la moderación de los precios del conjunto de productos industriales, ya que la aceleración de la tasa media anual de dichos precios en 1983 se deberá al efecto derivado de la subida que registraron a finales de 1982. Por el contrario, los productos industriales no energéticos, aunque en términos de media anual registrarán una cierta desaceleración, poco importante, su comportamiento a lo largo de los meses transcurridos en 1983 se ha caracterizado por una notable constancia —tasas intermensuales en torno al 13 %—, sin signo alguno de desaceleración en su evolución intraanual. El índice de precios al por mayor de productos industriales confirma esta desfavorable evolución, con un crecimiento medio en el primer semestre del año, en relación con el mismo período del año anterior, ligeramente superior al 13 %.

12. Índice de precios de consumo

	General (100 %)		Alimentos (40,5 %)		No alimenticios (59,5 %)		Industriales total (31,28 %)		Industriales no energéticos (25,96 %)		Energía (5,32 %)		Servicios total (28,20 %)	
	T ₃	Acumulado en el año	T ₃	Acumulado en el año	T ₃	Acumulado en el año	T ₃	Acumulado en el año	T ₃	Acumulado en el año	T ₃	Acumulado en el año	T ₃	Acumulado en el año
1981 (∅)	14,6		13,6		15,1		15,6		12,4		32,4		14,4	
1982 (∅)	14,4		15,1		14,0		12,6		13,1		10,6		15,6	
1983	12,0 (a)		10,3 (a)		13,0 (a)		13,7 (b)		12,9 (b)		16,9 (b)		12,3 (b)	
1983														
JUN	11,2	5,0	11,5	3,6	11,0	6,1	11,4	5,3	13,4	6,4	0,2	0,9	10,4	7,0
JUL	8,9	5,3	6,6	3,6	10,2	6,7	10,9	5,8	13,2	7,0	0,2	0,9	10,2	7,6
AGO	8,2	6,7	3,7	6,7	10,9	7,2	10,7	6,2	14,4	7,4	0,1	0,9	11,5	8,5
SEP	8,1	7,5	3,2	7,1	10,9	8,2	—	—	—	—	—	—	—	—

(a) Media enero-septiembre sobre mismo período del año anterior.

(b) Media enero-agosto sobre mismo período del año anterior.

FUENTE: INE y BE.

En lo que a los precios de los servicios se refiere, la tasa de crecimiento medio en los nueve primeros meses del año, en relación con los mismos meses del año precedente, ha sido del 12,3 %, frente a una tasa promedio del 15,6 % en 1982. No obstante, también en esta desaceleración hay que destacar el acusado papel moderador desempeñado por los alquileres, ya que el resto de los servicios continuó teniendo un comportamiento muy dinámico, al igual que ocurrió en los últimos años.

Aunque los resultados que se están registrando en la lucha contra la inflación en España a lo largo del año 1983 son importantes —a pesar de todas las matizaciones realizadas en párrafos anteriores—, el ajuste realizado hasta ahora es insuficiente, teniendo en cuenta los logros obtenidos por gran parte de las economías occidentales, y ello por dos tipos de razones. Por un lado, la rigidez a la baja que nuestra tasa de inflación mostró en 1982, año en el que gran parte de países de la OCDE realizó un ajuste importante, determinó una acusada diferencia de nivel entre las tasas de crecimiento de nuestros precios y los de la OCDE al comenzar el presente año. Por otro lado, los importantes logros obtenidos en materia de inflación por países como Estados Unidos y Gran Bretaña han dificultado, en gran medida, la reducción en el presente año del diferencial en las tasas de inflación entre España y la OCDE.

En efecto, si se comparan las tasas de inflación de España y de los países de la OCDE, utilizando sus índices de precios al consumo, y expresando la de los países de dicha zona en el conjunto de sus monedas ponderadas de acuerdo con su consumo privado, se observa que el crecimiento acumulado en los doce meses que acaban en agosto —último mes para el que se dispone de datos comunes— fue del 11,0 % para España y del 4,9 % para el conjunto de la OCDE, con un

diferencial de 6,1 puntos. Una comparación similar referida ahora a la evolución a lo largo del año 1982 mostraría que dicho diferencial era de 6,6 puntos.

La resistencia a la desaceleración del proceso inflacionista descrita en los párrafos anteriores y evidenciada por el comportamiento, en 1983, de los precios de los productos no alimenticios, reflejó la correspondiente evolución de los costes de producción, que tampoco se mostraron suficientemente flexibles a la baja. La desaceleración de los salarios monetarios se vio neutralizada, en parte, por un menor crecimiento de la productividad del trabajo. La importante depreciación que registró la peseta hizo desaparecer los efectos deflacionistas que la reducción de los precios exteriores de la energía y de los productos no energéticos pudiera haber tenido, y acabó ejerciendo significativas presiones al alza.

El incremento medio acumulado de los **salarios** pactados en convenios colectivos durante los nueve primeros meses de 1983 fue un 11,5 %, según los datos elaborados por el Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. Las tasas más elevadas se registraron durante el segundo trimestre, en el que el número de trabajadores afectados por los convenios colectivos alcanzó su nivel más elevado, debido al retraso sufrido en este año por el calendario habitual de la contratación colectiva. Aunque los datos correspondientes al tercer trimestre muestran una suave desaceleración, la escasa incidencia de los convenios pendientes en la última parte del año permite prever que el incremento medio de los salarios pactados durante 1983 se situará en la parte superior de la banda establecida en el Acuerdo Interconfederal.

Los últimos datos de la Encuesta de Salarios disponibles a la hora de elaborar este informe se refieren a las

13. Índice de precios de consumo: España y OCDE

	Tasas de crecimiento							
	Tasas anuales			Seis meses que acaban en agosto de 1983	Tasas mensuales			
	1981	1982	Doce meses que acaban en agosto de 1983		MAY	JUN	JUL	AGO
España	14,6	14,4	11,0	4,1	0,4	0,6	0,3	1,3
Total OCDE	10,5	7,8	4,9	2,5	0,7	0,4	0,4	0,4
OCDE - Europa	12,2	10,6	8,1	3,3	0,6	0,6	0,6	0,5
CEE	11,4	9,9	7,2	3,0	0,6	0,4	0,6	0,5

FUENTE: INE Y OCDE.

14. Indicadores salariales

	Convenios colectivos (a)	Retribución por persona			Retribución media mensual por hora trabajada (b)
		Coste salarial en la construcción	Encuesta de salarios (b)	Salario agrícola	
1981 (c)	13,2	15,1	15,4	11,9	19,0
1982 (c)	11,9	13,4	14,0	9,3	15,4
1983 (c)	11,5 (c)	12,5 (d)	12,4 (e)	7,1 (e)	13,0 (e)
1982					
I TR (c)	12,0	14,3	15,9	12,0	17,4
II TR (c)	12,0	13,4	13,7	10,5	14,0
III TR (c)	12,2	12,8	13,6	8,6	14,1
IV TR (c)	11,2	13,2	12,7	6,2	16,0
1983					
I TR (c)	11,5	12,8	11,2	6,7	12,0
II TR (c)	11,6	12,3 (d)	13,6	6,8	14,1
III TR	10,9 (c)	...	13,2 (e)	8,9 (e)	16,8 (e)

(a) Incremento ponderado de los salarios pactados en los convenios colectivos.

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

(c) Último mes disponible: septiembre.

(d) Último mes disponible: junio.

(e) Último mes disponible: julio.

FUENTE: INE, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Ministerio de Agricultura y SEOPAN.

medias móviles de los meses de mayo, junio y julio. Las ganancias medias por persona registraron, durante el segundo trimestre de 1983, una significativa aceleración en sus tasas de crecimiento, como resultado del impacto de la contratación colectiva centrada en este trimestre. En este período, las ganancias medias por persona del colectivo muestreado por la Encuesta de Salarios crecieron un 13,6 % con respecto al mismo trimestre del año anterior. La tasa del crecimiento medio experimentado por esta variable en la parte transcurrida del año fue del 12,5 %. Así, el ritmo de crecimiento de las ganancias medias por persona se ha situado, en estos meses, por encima de la inflación efectivamente registrada en términos de bienes de consumo, de forma que, durante el período de tres meses que termina en julio de 1983, el índice deflactado de ganancias medias por persona se ha situado 1,9 puntos por encima del nivel registrado en el mismo período del año anterior. Es previsible que, al final del año, la mejora media experimentada por este índice deflactado de ganancias medias por persona —que incluyen las cotizaciones a la Seguridad Social a cargo de los trabajadores— se sitúe entre el 0,5 % y el 1 % como resultado de la banda salarial establecida en el Acuerdo Interconfederal para 1983, del deslizamiento de los salarios efectivamente percibidos y de la desaceleración experimentada durante el año por el Índice de Precios al Consumo.

Hasta el mes de abril, la aceleración del crecimiento de las ganancias medias por hora había sido inferior a la registrada por las ganancias medias por persona, prolongándose la tendencia observada a la progresiva aproximación entre las tasas de crecimiento entre estas dos variables, como resultado de un cierto debilitamiento del proceso de reducción de la jornada laboral. Sin embargo, en los meses de mayo, junio y julio, vuelve a manifestarse una nueva diferenciación, cuyo significado es difícil de interpretar, debido a la menor fiabilidad de las estimaciones de ganancias medias por hora en períodos de vacaciones laborales.

El crecimiento del coste laboral en la construcción estimado por SEOPAN presenta una evaluación coherente con los datos de ganancias por persona de la Encuesta de Salarios. Durante el período de enero a junio, este indicador experimentó un crecimiento del 12,5 % en relación a los mismos meses del año anterior.

Por su parte, los salarios agrícolas mostraron, durante el primer semestre de este año, un mantenimiento en la significativa desaceleración que venían registrando desde la segunda mitad del año anterior. Únicamente el dato del mes de julio parece apuntar a una interrupción en dicha tendencia. Durante los siete primeros meses del año, los salarios agrícolas crecie-

ron un 7,1 % respecto al mismo período del año anterior.

En resumen, los salarios monetarios desaceleraron moderadamente en 1983 su tasa de crecimiento, aunque, dada la evolución menos favorable de la productividad, se ha estimado, finalmente, para dicho año, un crecimiento medio de los costes unitarios del trabajo en torno al 10 %, aproximadamente un punto por debajo del crecimiento de dichos costes en el año precedente. Como el deflactor estimado para el total de importaciones recoge una importante aceleración de sus precios en pesetas (14,5 % en 1982 y 21,5 % en 1983), y la contribución de la elevación de los impuestos indirectos, especialmente el ITE, puede ser casi de un punto, la desaceleración final de los costes medios totales será muy reducida, hasta el punto de que, si se confirman las estimaciones del coste medio total (13,3 % en 1983, frente a 14,0 % en 1982), ello implicaría una cierta compresión de márgenes de beneficio en la industria, aunque con diferencias apreciables, sobre todo entre las exportadoras y las no exportadoras.

31-X-1983.

La balanza de pagos

De acuerdo con la información facilitada por el registro de caja, el déficit comercial español, durante el período enero-agosto de este año, se situó en 5.999 millones de dólares, lo que representa una disminución de casi 890 millones respecto a igual período de 1982. Dicha reducción —que se ha producido a través de una caída de los pagos en dólares por importaciones superior a la registrada en los ingresos por exportaciones— se ha visto parcialmente contrarrestada por una menor aportación neta de divisas de los epígrafes relativos a servicios y transferencias.

Entre enero y agosto de 1983, la balanza de servicios registró unos ingresos netos de 2.435 millones de dólares; esto es, 388 millones de dólares menos que los contabilizados en igual período del año anterior. En esta caída ha influido de forma decisiva la disminución, entre ambos períodos, de los ingresos netos por turismo en 234 millones de dólares, y, en menor medida, el aumento de 84 millones de dólares en los pagos netos por rentas de inversión. Por su parte, el epígrafe correspondiente a transferencias arrojó unos ingresos netos acumulados de 801 millones de dólares durante los ocho primeros meses de este año, cantidad inferior en 251 millones de dólares a los contabilizados en igual período de 1982. Dentro de este epígrafe, la disminución se ha centrado básicamente en las transferencias privadas y, más concretamente, en las cuentas de ahorro del emigrante.

Como consecuencia de la evolución que acaba de indicarse, el déficit acumulado por cuenta corriente entre enero y agosto de 1983 alcanzó un importe de 2.763 millones de dólares, lo que representa una disminución de casi 250 millones de dólares respecto a igual período de 1982. Este déficit se financió a través de unas entradas netas de divisas por inversiones y créditos de 1.923 millones de dólares (1.363 millones de dólares en igual período de 1982) y una disminución de las reservas en poder del Banco de España de 839,8 millones de dólares (1.649,4 millones entre enero y agosto de 1982). Si se incluye la posición de la banca delegada dentro de la cifra de reservas, las entradas netas por inversiones y créditos antes citadas se sitúan, para los meses de 1983, cerca de 1.830 millones de dólares (1.584 millones entre enero y agosto de 1982) y la disminución de las reservas totales asciende a 933,1 millones de dólares (1.428,9 millones en igual período de 1982).

Resumiendo lo que se comentará con mayor detalle más adelante, los ingresos por capital privado a largo plazo experimentaron, en el período correspondiente a 1983, un fuerte crecimiento en relación a igual período de 1982. Este aumento fue debido a una disminución de las salidas de divisas por inversiones y créditos conce-

didados al resto del mundo muy superior a la caída experimentada en los ingresos de divisas procedentes de inversiones y créditos recibidos por España del exterior.

El sector público efectuó una menor aportación de capitales a largo plazo que en igual período de 1982, mientras que las instituciones bancarias registraban, por el contrario, un fuerte aumento en sus pasivos exteriores netos. En este último aspecto, es de destacar el fuerte crecimiento de los pasivos en pesetas convertibles, que contrasta con la fuerte atonía de los pasivos netos en divisas de la circular 9-DE.

Por lo que se refiere a este último concepto, cabe subrayar la coincidencia entre el comportamiento de los pasivos netos en divisas dirigidos a financiar préstamos en divisas al sector privado y el registrado por los créditos netos a largo plazo recibidos directamente por dicho sector del resto del mundo. En el caso del sector público, por el contrario, la relación es inversa; es decir, se observa que durante los ocho primeros meses de este año se ha producido un aumento, respecto a igual período del año anterior, en los préstamos netos en divisas intermediados por la banca residente hacia el sector público, al tiempo que los préstamos netos a largo plazo recibidos en forma directa por este sector se situaban por debajo de los contabilizados en 1982.

Finalmente, las operaciones de capital a corto plazo arrojaron, en el período correspondiente a 1983, unos ingresos netos inferiores a los de 1982; su cuantía, sin embargo, es muy reducida en comparación al importe de los ingresos netos por capital a largo plazo.

La balanza de pagos por cuenta corriente

Según las cifras del registro de caja, el saldo de la balanza por cuenta corriente mejoró en el período enero-agosto de 1983, en relación con los mismos meses del año anterior, en 249,7 millones de dólares. Dicha mejora se centró en el comportamiento de la balanza comercial cuyo saldo deficitario se redujo, en el período de referencia, en 889,7 millones de dólares. Las balanzas de servicios y transferencias empeoraron en 388,8 y 251,2 millones de dólares, respectivamente.

La mejora del déficit comercial, según el registro de caja, ha sido muy superior a la recogida por las cifras de transacciones de la Dirección General de Aduanas, ya que, según estas últimas, en los ocho primeros meses del año y en relación con los mismos meses de 1982, dicha mejora fue de 431 millones de dólares, muy lejos

1. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta corriente

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-AGO	
	1982	1983
Mercancías	-6.888,8	-5.999,1
Servicios	2.823,9	2.435,1
Fletes, seguros y transportes	820,1	847,1
Turismo y viajes	4.145,5	3.911,1
Rentas de inversión	-1.420,8	-1.505,3
Asistencia técnica y royalties	-319,1	-358,8
Transacciones gubernamentales	-237,2	-206,8
Otros servicios	-164,6	-252,2
Transferencias	1.052,4	801,2
Balanza corriente	-3.012,5	2.762,8

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

de los 889,7 millones señalados antes. Las cifras de exportación, según una y otra fuente, han tenido un comportamiento bastante similar en el período, ya que los ingresos de caja se redujeron, en dólares, en un 4,3 %, y la caída de la exportación, según Aduanas, fue del 5,0 %. Por el contrario, mientras que la salida de divisas como resultado de operaciones comerciales disminuyó en un 7,2 %, la importación de mercancías, según Aduanas, descendió en sólo un 5,3 %, ambas tasas expresadas en dólares. Aunque, como se ha repetido en numerosas ocasiones en este boletín, la comparación entre las cifras de caja y de Aduanas es muy compleja —por los criterios tan dispares que utilizan una y otra fuente en su contabilización—, puede afirmarse que gran parte de la diferencia apuntada se debe a las cifras correspondientes a las importaciones de productos energéticos en los que —como consecuencia de la importación de crudos para maquilas, con sus diferentes derivaciones— dicha disparidad de criterios es absoluta. Llama la atención, no obstante, que, en la importación de productos no energéticos, la cifra hasta agosto, según caja, sea ligeramente superior a la recogida por Aduanas, ya que, al encontrarse estas últimas valoradas en términos cif, lo normal es que ocurra lo contrario. Este comportamiento se produjo en los primeros meses del año, y entonces pudo explicarse por las tensiones en los mercados de cambios, muy intensas en el caso de algunas monedas, pero ha vuelto a repetirse en los últimos meses, sin que se conozca bien su causa.

En el cuadro 2 se recoge la información de Aduanas correspondiente a la evolución del comercio exterior por zonas geográficas en los ocho primeros meses del año actual, así como su comparación con las cifras de igual período del año anterior.

2. Comercio exterior por zonas geográficas

(Pesetas corrientes)

m.m.

	Importaciones			Exportaciones		
	ENE-AGO 1982	ENE-AGO 1983	% incre- mento	ENE-AGO 1982	ENE-AGO 1983	% incre- mento
OCDE	1.208,1	1.444,2	19,6	864,5	1.128,0	30,5
<i>CEE</i>	692,2	887,8	28,3	636,8	853,4	34,0
<i>Estados Unidos</i>	313,5	307,8	-1,8	89,7	111,6	24,5
<i>Resto OCDE</i>	203,4	248,6	22,8	138,0	163,0	18,1
OPEP	604,4	702,9	16,3	209,5	260,3	24,3
COMECON	65,3	94,8	45,2	38,7	52,9	36,6
Otros de América	173,4	282,1	62,7	109,8	97,0	-11,6
Resto del mundo	138,8	181,7	31,0	190,3	222,1	16,8
Total	2.190,0	2.705,8	23,6	1.412,7	1.760,3	24,6

FUENTE: Dirección General de Aduanas y Banco de España.

En el apartado de este boletín dedicado a analizar la evolución del nivel de actividad de la economía española, al considerar el comportamiento de la demanda exterior, se vio cómo, en los meses transcurridos del año, la importación de productos energéticos estaba experimentando fuertes crecimientos reales, frente a descensos igualmente considerables en la importación de productos no energéticos. Resulta interesante observar, por tanto, cómo la importación de productos procedentes de países de la OPEP está teniendo una expansión muy moderada, habiéndose desplazado una parte importante de la compra de crudo de petróleo al área llamada «resto de América». Además, como se vio en su momento, al ser la compra de derivados del petróleo el elemento más dinámico de la importación de productos energéticos, su expansión ha sido un elemento de gran incidencia en algunas áreas: OCDE (de donde procede el 35 % de la importación de este producto) y COMECON (con el 30 %). Incluso en los países de la OPEP, la importación de aceites de petróleo está aumentando a tasas del 29,0 %, frente al 12,3 % de la compra de petróleo crudo.

Prescindiendo del grupo «resto de América» —muy influido, como se ha dicho, por la importación de crudos, y por la de materias primas no energéticas para la agricultura y productos de la industria alimenticia—, así como del llamado «resto del mundo» —cuyos productos más dinámicos han sido los vegetales y las materias primas no energéticas, en general—, constituye la CEE, la zona geográfica en la que las importaciones no energéticas han aumentado a una tasa más significativa. La causa de esto se encuentra en el crecimiento que han registrado las compras de materias primas no energéticas para la agricultura, maquinaria mecánica, automóviles y material de transporte terrestre. Por el contrario, las importaciones procedentes de los Estados Unidos

han experimentado una caída real muy importante, que no ha sido mayor por el mantenimiento de la importación de maquinaria y de productos derivados del petróleo.

En cuanto a las exportaciones, la mayor tasa de crecimiento la han alcanzado las dirigidas a los países del COMECON, debido al comportamiento de las ventas de productos vegetales y materias primas no energéticas y productos semielaborados, mientras que el retroceso de la exportación al «resto de América» ha sido muy significativo, afectando gravemente a los productos semielaborados, bienes de consumo y maquinaria; sólo la exportación de material de transporte marítimo ha aumentado de forma acusada en esta zona. Los países de la OPEP se han comportado de forma muy distinta ante los diferentes grupos de productos: así, mientras que la exportación de productos agrícolas, bienes de consumo y material de transporte se ha reducido en gran medida, las ventas de semimanufacturas, derivados del petróleo y maquinaria han crecido de forma apreciable. En cualquier caso, es el mercado de países de la OCDE el que determina, básicamente, el comportamiento de nuestra exportación, pues a esta zona se dirige el 62 % de las mismas. La importación de la CEE de productos españoles ha sido el motor principal del buen comportamiento que está registrando la exportación a lo largo del año 1983. Todos los grupos de productos, con alguna excepción poco importante, han registrado tasas de crecimiento elevadas, destacando, de forma notable, las exportaciones de automóviles. En cuanto al mercado de los Estados Unidos, ha evolucionado de forma muy irregular, con grupos que se incrementan mucho, como el de bienes de consumo no duradero, y otros con fuerte retroceso, como la maquinaria mecánica.

La evolución de la balanza de servicios que se recoge en el cuadro 1 muestra, como hechos más destacados, el buen comportamiento del epígrafe de turismo y viajes y la estabilización del saldo negativo de las operaciones de rentas de inversión. El descenso de los ingresos por turismo en dólares, hasta agosto, ha sido del 5,4 %, lo que supone que, en pesetas, se han incrementado en un 24,2 %. Como ya se comentó en otras páginas de este boletín, el crecimiento real que estas tasas de variación suponen es considerable. En cuanto a las rentas de inversión, conviene diferenciar la evolución de las que son resultado de operaciones privadas, de las que se refieren a operaciones públicas.

Dentro de las primeras, los ingresos hasta agosto han caído, en dólares, en un 14,8 %, mientras que los pagos lo han hecho en un 19,7 %, ambos influidos por la evolución de los tipos de interés y el endeudamiento exterior. En cuanto a las rentas de inversiones públicas, los ingresos han disminuido en un 51,8 %, ya que al efecto de los tipos de interés se unió la pérdida de reservas que se produjo en la segunda mitad de 1982 y en la primera de 1983; los pagos, por último, aumentaron en un 13,6 %.

En cuanto a la balanza de transferencias, el deterioro que viene registrando a lo largo de este año es notorio, con una caída en los ingresos en dólares, hasta agosto, del 9,9 % y un aumento de los pagos del 40,6 %. Un resultado tan negativo, expresado en dólares, precisa ciertas matizaciones, ya que los ingresos, si se contabilizaran en términos de las monedas de la CEE, habrían tenido un crecimiento en torno al 1 %, muy bajo —poniendo en evidencia las condiciones desfavorables de los trabajadores españoles en los países europeos—, pero muy distinto del retroceso tan agudo derivado de la unidad de medida utilizada. En cuanto a los pagos, aunque su tasa tan elevada se aplica a un epígrafe de cuantía moderada, hay que destacar el fuerte aumento registrado en el período por las transferencias entre instituciones internacionales y el sector privado, así como de las remesas para cuentas de ahorro emigrante, dentro de las transferencias privadas, y por las contribuciones a organismos internacionales, dentro de las públicas.

De acuerdo con la información disponible actualmente, parte de la cual fue analizada en el apartado de este boletín dedicado a la evolución del nivel de actividad de la economía española en los meses transcurridos de 1983, se ha estimado que el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, tomando como base las transacciones en dicho año, podría alcanzar un valor próximo a los 3.475 millones de dólares, unos 600 millones menos que en el año precedente. Esta mejora se debe a la evolución de la balanza comercial, cuyo déficit

estimado (8.250 millones de dólares) es inferior al del año 1982 en casi 1.000 millones. Los 400 millones de diferencia se explican por la caída de los saldos de servicios y transferencias en 200 millones de dólares, aproximadamente, cada uno de ellos.

La balanza de pagos por cuenta de capital

La evolución de la balanza de pagos por cuenta de capital, en el período enero-agosto de 1983, sigue dominada por una acusada debilidad del recurso a la financiación en moneda extranjera por parte de los sectores no bancarios de la economía española. Esta menor apelación se ha visto, sin embargo, más que compensada por el fuerte aumento del pasivo en pesetas convertibles de la banca delegada, así como por la drástica reducción de los préstamos comerciales de España al exterior, lo que constituye el tercer rasgo a destacar en la evolución de la balanza de pagos en este período.

3. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta de capital

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - AGO	
	1982	1983
I. Balanza por cuenta corriente	-3.012,5	-2.762,8
II. Capital a largo plazo	1.046,1	1.372,2
III. Capital a corto plazo	108,7	70,4
IV. Movimientos monetarios	1.469,7	1.582,5
1. Variación de reservas	1.428,9	933,1
a) Centrales	1.649,4	839,8
b) Posición entidades delegadas	- 220,5	93,3
2. Operaciones con el FMI	- 105,9	- 5,2
a) DEG asignados	-	-
b) Otras	- 105,9	- 5,2
3. Pasivos netos Circular 9-DE	- 22,2	- 77,5
4. Pasivos en pesetas de no residentes	168,9	732,1
5. Banco de España (1.a + 2)	1.543,5	834,6
6. Instituciones bancarias privadas (1.b + 3 + 4)	- 73,8	747,9
V. Desfases contables, partidas no clasificadas y diferencias de valoración	388,0	- 261,9

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

Como consecuencia de ello, los ingresos netos de divisas, si se excluye la variación de reservas centrales, ascendieron, durante los ocho primeros meses de este año, a 1.923 millones de dólares, cantidad superior a los 1.363 millones registrados en igual período en 1982. Al margen de las partidas residuales, estas cifras se pueden descomponer en: unos ingresos netos por operaciones de capital a largo de 1.372 millones de dólares entre enero y agosto de 1983, frente a los 1.046 millones contabilizados en el mismo período de 1982; unas entradas netas por capital a corto plazo de 70 millones de dólares en los meses correspondientes al presente año, ligeramente inferiores a los 109 millones registrados en igual período de 1982; unas amortizaciones de 5 millones de dólares, durante los ocho primeros meses del año actual, por operaciones con el Fondo Monetario Internacional, frente a los 106 millones del año anterior; y, finalmente, un aumento de los pasivos exteriores de la banca de 748 millones de dólares, en el primer período citado, frente a una disminución de 74 millones entre enero y agosto de 1982. La mayor aportación de recursos exteriores en términos netos durante el presente año, unida a una disminución del déficit por cuenta corriente, condujeron a una menor disminución de las reservas de divisas del Banco de España (839,8 millones de dólares entre enero y agosto de 1983, frente a 1.649,4 en el mismo período de 1982). Si a estas variaciones se añaden las de la posición en divisas de la banca delegada, la pérdida acumulada de divisas hasta 31 de agosto de 1983 se cifra en 933 millones de dólares, frente a 1.429 millones a la misma fecha del año pasado.

El recurso crediticio directo a los mercados exteriores del sector privado fue de 381 millones de dólares, frente a 638 millones de dólares en igual período de 1982, centrándose la caída en los préstamos propiamente financieros, que pasaron, de aportar unos recursos netos (deducidos los pagos por amortizaciones) de 553 millones de dólares en el período enero-agosto de 1983, a sólo 122 millones de dólares en igual período del presente año.

El recurso crediticio del sector público supuso, en los meses correspondientes al año actual, una financiación de 556 millones de dólares, frente a 981 millones de dólares en igual período de 1982. Con los datos disponibles a esta fecha parece observarse recientemente un mayor dinamismo en la captación de recursos externos por parte del sector público. Esta mayor presencia de las entidades públicas en los mercados financieros internacionales, en este último cuatrimestre, es necesaria para conseguir los objetivos de endeudamiento público establecidos para este año.

4. Balanza de pagos (a)

Detalle capital a largo plazo

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - AGO	
	1982	1983
CAPITAL A LARGO PLAZO	1.046,1	1.372,3
Sector privado	155,3	856,6
Financiación recibida	1.726,6	1.271,4
Inversiones	1.088,8	890,7
Créditos	637,8	380,7
Comerciales	(37,7)	(198,8)
Financieros	(553,3)	(121,7)
Otros	(46,8)	(60,2)
Financiación otorgada	-1.571,3	-414,8
Inversiones	-484,2	-184,6
Créditos	-1.087,1	-230,2
Comerciales	(-884,7)	(-121,1)
Financieros	(-43,8)	(9,5)
Otros	(-158,6)	(-118,6)
Sector público	890,8	515,7
Financiación recibida	981,2	555,8
Financiación otorgada	-90,4	-40,1

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

En el capítulo de inversiones del exterior (891 millones de dólares de entradas netas entre enero y agosto de 1983, frente a 1.089 millones en los mismos meses de 1982), la inversión en cartera sigue en 1983 fuertemente deprimida y a unos niveles muy reducidos (23 millones de dólares netos), aunque superiores a los de los mismos meses de 1982. Mayor dinamismo experimentó la inversión en inmuebles, con un saldo neto de 511 millones de dólares para el período analizado, frente a 437 en igual período de 1982. La inversión directa supuso una aportación de 398 millones de dólares, frente a 621 millones en el período enero-agosto de 1982.

Como quedó apuntado anteriormente, los créditos de España al exterior originaron una salida neta de 230 millones, frente a 1.087 millones de dólares en el período enero-agosto de 1982. En particular, el importe neto de los créditos comerciales concedidos por España al exterior pasó, de 885 millones de dólares en el período citado de 1982, a 121 millones en 1983. Este fenómeno debe ser imputado al retroceso en la concesión de «créditos a comprador extranjero», relacionado con las crecientes dificultades de pagos de países habitualmente compradores de nuestros productos.

En conjunto, y como se deduce de lo indicado al comienzo del análisis, la financiación obtenida por entradas netas de capital a largo plazo, durante el período

5. Balanza de pagos (a)

Detalle de Pasivos netos Circular 9-DE

Saldos en millones dólares USA

	ENE - AGO	
	1982	1983
Pasivos netos Circular 9-DE	- 22,4	- 77,4
1. Créditos netos al Sector privado	-107,3	-333,2
2. Créditos netos al Sector público	84,9	255,8
A. Créditos comerciales netos	-160,3	-152,2
<i>De importaciones</i>	-135,5	-104,5
<i>De exportaciones</i>	- 24,8	- 47,7
B. Créditos financieros netos	137,9	74,8

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

enero-agosto de 1983, fue superior en 326 millones de dólares a la contabilizada en el mismo lapso de tiempo en 1982.

En lo que se refiere a los movimientos de capital a corto plazo, debe advertirse que la cifra que se recoge habitualmente en estos comentarios no corresponde con la que se atribuye a este renglón de la balanza de pagos en el *Boletín Estadístico* (73,6 y 711,7 millones de dólares, respectivamente, en los períodos relativos a 1983 y 1982). La razón de esta discrepancia reside en que para este tipo de análisis se deducen, del total registrado en el *Boletín Estadístico*, unas partidas correspondientes a desfases contables producidos en la anotación de operaciones de financiación de importaciones y exportaciones. El valor de estos desfases pasó, de representar 603 millones de dólares para el período enero-agosto de 1982, a sólo 4 millones de dólares en el mismo período de este año. En consecuencia, una vez deducidas estas cantidades, las entradas netas de capital a corto disminuyeron, como ya se ha dicho, de 109 millones de dólares en el primer período citado a 70 millones de dólares en los ocho primeros meses de 1983. Con lo cual, la aportación a la financiación del déficit por cuenta de renta de los capitales no monetarios, a largo y corto plazo, pasó de 1.155 millones de dólares a 1.442 millones de dólares en cada uno de los períodos aquí analizados.

En el capítulo de movimientos monetarios, destaca la financiación vía endeudamiento en pesetas convertibles, a través de un aumento de la posición del pasivo neto de la banca delegada, frente a una ligera pero continua disminución en sus pasivos netos en divisas. Los pasivos en pesetas convertibles de la banca delegada aumentaron 730 millones de dólares en los ocho primeros meses de 1983; esto es, 560 millones de dóla-

res más que entre enero y agosto de 1982 (1). Tan poderoso incremento podría estar significando, en realidad, un cambio en las modalidades de endeudamiento de la economía española; así, es muy posible que se esté sustituyendo parte del endeudamiento en moneda extranjera del sector no bancario residente por la toma de pasivos en pesetas convertibles por parte de la banca delegada, posiciones que el depositante tendría cubiertas del riesgo de cambio por medio de «swaps». Aun cuando es muy difícil vaticinar las partidas de balanza de pagos a que este tipo de operación podría estar afectando, cabe presumir que la financiación a través de pesetas convertibles ha podido llevar a un menor aumento en los pasivos netos en divisas de la Circular 9-DE, y, posiblemente en menor medida, a una caída en la captación directa por el sector privado de fondos en el mercado exterior. En la medida en que esta última operación pueda haberse visto afectada, se estaría produciendo también una transformación en el plazo de la financiación. Por lo que respecta a los créditos de la banca delegada al sector privado a través de los mecanismos de la Circular 9-DE, según se observa en el cuadro 6 las amortizaciones superaron a los créditos concedidos en 333 millones de dólares durante los ocho primeros meses de 1983, frente a un saldo también negativo de 107 millones de dólares en igual período de 1982.

El comportamiento que acaba de describirse de las cuentas en pesetas convertibles podría venir inducido fundamentalmente por dos factores. En primer lugar, por el endurecimiento de las condiciones en los mercados de pesetas interiores, circunstancia que ha afectado especialmente a la banca extranjera. Y, en segundo lugar, por la facilidad que representa para los prestatarios recibir financiación en pesetas eludiendo el riesgo de cambio implícito en la toma de fondos en moneda extranjera. En estas condiciones, ante una retracción por parte del sector no bancario en la toma de pasivos en divisas, la banca ha contribuido a mantener unos niveles adecuados de financiación a su clientela por medio de la captación de depósitos en pesetas convertibles a corto destinados a financiar préstamos en pesetas en el interior.

21-X-1983.

(1) La cifra de pesetas convertibles aquí citada es el resultado de sumar, al valor que se contabiliza dentro de la rúbrica «pasivos en pesetas de no residentes» en la presentación del registro de caja publicada en el *Boletín Estadístico*, el importe de los traspasos de cuentas en pesetas convertibles entre bancos delegados. Este último valor se recoge en la citada publicación dentro de «Partidas no clasificadas y diferencias de valoración».

Evolución monetaria internacional

A lo largo del período transcurrido del presente año, el dólar USA ha permanecido en una situación de fortaleza generalizada frente a la mayoría de las principales divisas; más concretamente, entre la última semana de diciembre de 1982 y la semana correspondiente al 7-14 de octubre de 1983, la divisa americana se ha apreciado más de un 15 % frente al marco francés, así como un 8,6 % y un 6,7 % frente al marco alemán y la libra esterlina, respectivamente. Como consecuencia de estos movimientos, el dólar USA se apreció algo más de un 4 % en términos de DEG, continuando, por tanto, la evolución al alza iniciada dos años antes.

Esta evolución de la divisa americana hasta octubre de 1983 contrasta con las previsiones de debilidad que se mantenían a finales del año pasado en la mayoría de los ambientes cambiarios. Tales previsiones se basaban, en ausencia de un empeoramiento en las tensiones políticas internacionales, en la creencia en un agotamiento de los factores que habían contribuido a la fortaleza del dólar en períodos anteriores. Al mismo tiempo, tales expectativas se vieron alentadas por la aparición de un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos norteamericana en el segundo semestre de 1982 y por las previsiones de un mayor déficit por el mismo concepto para 1983, así como por el proceso de depreciación que la moneda americana venía sufriendo desde mediados de noviembre.

Aunque se reconocía la persistencia de determinados factores que jugarían a favor de la fortaleza del dólar —principalmente las previsiones de un mayor déficit federal presupuestario para los siguientes años, con su efecto al alza sobre los tipos de interés americanos—, la aparición de dicho déficit comercial en 1982 llevó a muchos analistas a la conclusión de una sobrevaloración del dólar que podría estimarse alrededor de un 15-20 %, lo que conduciría a la divisa americana a ceder posiciones en su cotización a lo largo del año.

A la vista de la evolución del dólar para el período de estudio, resulta obvio que tales fuerzas no han afectado a la cotización de la divisa americana. Se ha intentado justificar esta disparidad entre la evolución real y la prevista imputándolo a errores estadísticos de la balanza de pagos norteamericana por cuenta corriente. En efecto, se ha argumentado que, en la medida en que se siga produciendo una subestimación de los servicios de exportación en relación a los servicios de importación, se tenderá a sobreestimar los déficits corrientes y a una subestimación de los superávits. Como consecuencia, se señala, los déficits de 1982 y el producido en lo que se lleva transcurrido de 1983 son exagerados y, por lo tanto, no tienen el peso suficiente como para arrastrar a la baja las cotizaciones de la divisa americana.

Este argumento, sin embargo, no explicaría la notable apreciación del dólar respecto a las divisas más importantes, que se ha producido durante el presente año en presencia de déficits comerciales históricos. Es más, incluso aunque no existiesen los problemas estadísticos que acaban de citarse, parece evidente que, a corto plazo, la relación entre el comportamiento de la balanza de pagos por cuenta corriente y los tipos de cambio se ha debilitado en la medida en que los agentes actuantes en los mercados cambiarios prefieren adquirir activos denominados en dólares.

Rendimientos esperados, variabilidad de los rendimientos y seguridad — factores que determinan las preferencias por los diferentes activos — son entonces las causas que hay que destacar cuando se quiere analizar la apreciación del dólar durante 1983 compatible con un gran déficit en cuenta corriente; tales factores se han movido, indudablemente, en dirección favorable al dólar USA.

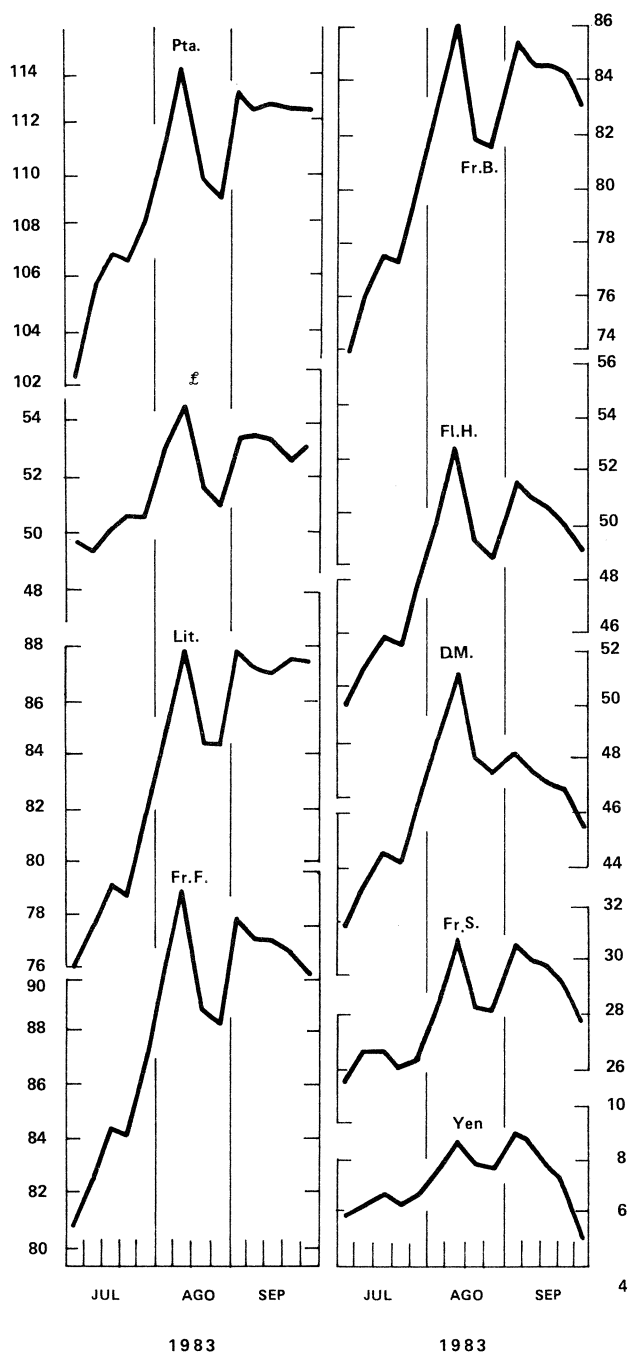
En efecto, los diferenciales de tipos de interés han sido favorables al dólar desde 1979 y lo han seguido siendo en 1983, favoreciendo la colocación de riqueza en activos en dólares en lugar de otras monedas. Por otro lado, los diferenciales de tipos de interés favorables al dólar no sólo se han ampliado en términos nominales sino que lo han hecho también en términos reales, dado el bajo nivel de crecimiento de precios alcanzado por la economía estadounidense. Esto, junto a la confianza transmitida al público por las autoridades económicas estadounidenses en su lucha contra la inflación, ha garantizado una uniformidad en el nivel de rendimientos a percibir en el futuro.

Por otro lado, la creciente incertidumbre política y económica en el mundo junto con las expectativas de un endurecimiento de los controles de cambio en Europa y Latinoamérica hicieron volver los ojos de los inversores hacia el dólar por la estabilidad política de los Estados Unidos y la solidez de sus instituciones financieras.

Finalmente, de acuerdo con los datos del Banco de Pagos Internacionales, los bancos americanos registraron, durante el segundo trimestre de este año, un aumento de 2.800 millones de dólares en su endeudamiento exterior neto, frente a unas exportaciones netas de capital de 11.200 millones de dólares en el primer trimestre. Este brusco cambio en la orientación de los flujos de capital, que supone una reversión de 14.000 millones de dólares, ha tenido que ejercer un poderoso efecto alcista sobre la cotización de la divisa americana. No es de extrañar pues, que, ante este conjunto de factores, el peso del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos norteamericana haya disminuido

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

Base 100 = ∅ 1980



como elemento explicativo de la evolución del tipo de cambio del dólar en el corto plazo.

Tal estado de cosas ha llevado al dólar USA a registrar en 1983 unas cotizaciones históricas con respecto a muchas monedas —franco francés, marco alemán—, lo que condujo a que, entre finales de julio y primeros de agosto, las autoridades monetarias se vieran en la necesidad de intervenir de forma concertada en los mercados cambiarios en un intento de debilitar la posición de la divisa americana. Aunque dicha intervención no tuvo un éxito inmediato, transmitió al mercado la sensación de que las autoridades no estaban dispuestas a mantener una actitud pasiva ante la progresiva evolución al alza del dólar; esto, junto con el comportamiento más ajustado de los agregados monetarios americanos que hicieron romper las expectativas alcistas sobre tipos de interés, han hecho que desde entonces el dólar haya seguido una trayectoria más irregular, con una ligera tendencia a la baja que tal vez se mantenga hasta finales de 1983 aunque posiblemente no de forma significativa.

En lo que respecta a las monedas europeas integrantes del SME puede señalarse que su evolución relativa se vio afectada por los acontecimientos políticos de los respectivos países, con la incertidumbre que ello produce, y por las discrepancias fundamentales en las diferentes evoluciones de las economías. Dentro de este contexto, el hecho más significativo fue quizás la debilidad del franco francés. En efecto, las autoridades económicas francesas se vieron en la obligación de abandonar su política económica expansionista original basada en un crecimiento de la demanda interna y de exportaciones, ante la diferente evolución de su economía con respecto a la de sus principales competidores.

Esto generó un proceso especulativo contra el franco francés que situó su cotización frente al marco alemán en el límite máximo establecido 2,89 FF/DM. Tal situación desembocó en un reajuste de paridades dentro del Sistema, el 21 de marzo, por el cual el cambio central del marco alemán frente al ECU era revaluado en un 5,36 % mientras que el franco francés se devaluaba en un 2,63 %, lo que implicaba, en definitiva, una devaluación del 8 % de la divisa francesa frente al marco alemán.

Este realineamiento se estimaba suficiente para mantener la competitividad de precios pero no bastaba para frenar los desequilibrios básicos que Francia estaba viviendo. Por ello, casi simultáneamente se estableció en el mes de marzo una serie de medidas, reforzadas en el mes de septiembre, que se basaron en un mayor control del déficit público y la intención de redu-

cirlo a un 3 % de PNB, así como en la instrumentación de una política monetaria más restrictiva, en un intento de reducir la inflación y de restaurar el equilibrio externo de la balanza de pagos. En el resto del año, el SME no ha presentado tensiones de especial relevancia, viéndose favorecida esta evolución por el comportamiento alcista del dólar.

Respecto al mercado del oro, puede señalarse que se ha comportado de manera habitual frente al dólar, si bien se observa cierto debilitamiento en la relación. Tal

1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 10 al 14 de octubre de 1983

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 12-16 SEP 1983	Respecto última semana 1982
Dólar USA	1,06	-1,19	4,02
Yen japonés	248,33	3,11	4,67
Franco suizo	2,24	2,08	-1,58
Libra esterlina	0,70	-0,50	-3,24
Marco alemán	2,76	1,81	-4,94
Franco belga	56,17	0,74	-8,28
Florín holandés	3,10	1,42	-6,35
Franco francés	8,44	0,31	-12,17
Lira italiana	1.675,79	0,15	-9,92
Peseta	160,75	-0,79	-13,77

(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 12-16 SEP 1983	Respecto última semana 1982
Yen japonés	232,57	4,84	0,76
Franco suizo	2,11	3,17	-5,21
Libra esterlina (b)	1,51	0,72	-6,67
Marco alemán	2,60	3,00	-8,63
Franco belga	52,86	1,99	-11,88
Florín holandés	2,91	2,71	-9,78
Franco francés	7,95	1,58	-15,48
Lira italiana	1.578,38	1,31	-13,37
Peseta	151,01	0,65	-16,83

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

(b) En dólares USA por unidad nacional.

hecho puede achacarse a que el oro está perdiendo sus características de activo alternativo y de seguridad ante variaciones del dólar. Algunas de las razones antes mencionadas, que explican la actual fortaleza del dólar conviviendo con un fuerte déficit de su balanza comercial, pueden servir para indicar que la divisa americana está sustituyendo al oro como activo de seguridad. En cualquier caso, el precio del oro en onzas pasó de 440 \$ a mediados de diciembre a niveles alrededor de 400 \$ por onza en las primeras semanas de octubre de 1983.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

Durante el período transcurrido de 1983, el mercado de la peseta se vio sometido a una serie de condicionantes, en su mayoría externos, que favorecieron su evolución a la baja. Desde el mismo inicio del año, la peseta se vio condicionada en su evolución por la depreciación registrada el 6 de diciembre de 1982. A continuación, las tensiones del SME, con el proceso de especulación desatado contra el franco francés y a favor del marco alemán, alentaron unas expectativas a la baja contra la peseta. Por último, la fuerte apreciación del dólar USA durante los meses transcurridos de 1983 ejerció una presión a la baja sobre el cambio de la peseta que se vio parcialmente contrarrestada por una disminución de las reservas en divisas que puede calificarse de modesta para el período transcurrido de este año.

Entre el 1 de enero y el 14 de octubre de este año, la peseta se depreció un 16,8 % frente al dólar USA, mien-

2. Variación porcentual del valor de la peseta frente a las principales monedas (a) Semana del 10 al 14 de octubre de 1983

	Semana 12-16 SEP 1983	Ultima semana de 1982	Semana 6 - 10 DIC 1982 (b)
Dólar USA	0,65	-16,83	-15,35
Yen japonés	-4,00	-17,46	-19,13
Franco suizo	-2,44	-12,26	-13,69
Marco alemán	-2,28	- 8,98	- 9,48
Franco belga	-1,32	- 5,63	- 6,12
Florin holandés	-2,03	- 7,82	- 7,91
Franco francés	-0,92	- 1,58	- 2,18
Libra esterlina	-0,07	-10,89	- 8,77
Lira italiana	-0,65	- 4,00	- 4,84
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- Mundo	-0,26	-12,15	-11,43
- Países desarrollados	-0,93	- 8,75	- 8,62
- CEE	-1,20	- 5,99	- 6,11

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

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

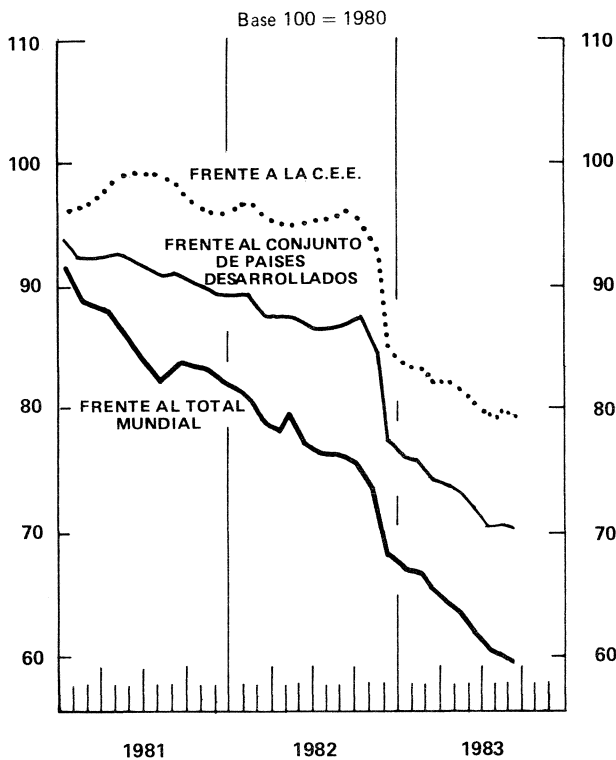
tras que frente a todas las principales monedas lo hacía en porcentajes comprendidos entre un 17,5 % respecto del yen japonés y un 4 % en relación con la lira italiana. En términos de posición efectiva, la peseta registró una depreciación del 12,2 % frente al mundo, del 8,75 % frente a las divisas cotizadas en el mercado de Madrid y del 6 % frente a la CEE.

Las fuertes entradas de fondos que se derivaron de la depreciación de la peseta en diciembre de 1982, junto con la debilidad del dólar al finalizar dicho año, determinaron que la peseta iniciase su andadura en 1983 con un tono de firmeza respecto a la divisa americana que parecía alentar unas expectativas de mayor estabilidad para el resto del año. Sin embargo, desde mediados de febrero, las fuertes presiones especulativas sobre el franco francés, que desencadenaron el reajuste de paridades de 21 de marzo, y la recuperación del dólar USA hicieron que la peseta se adentrase, hasta mediados de abril, en una fase de fuertes presiones vendedoras. La consideración de que estos factores eran externos de la peseta determinó a las autoridades a intervenir en los mercados cambiarios con cierta intensidad para suavizar la evolución de la peseta, registrándose una disminución de reservas de divisas de 1.432,4 millones de dólares en el primer trimestre del año.

En los tres meses siguientes disminuyeron las tensiones descritas si bien la peseta, siguiendo la tendencia general de los mercados, continuó depreciándose respecto al dólar USA, cuya cotización se fortalecía respecto a la mayoría de las principales divisas. La depreciación de estas últimas frente al dólar USA fue, sin embargo, algo menos intensa que la registrada por la peseta, por lo que en términos medios efectivos, durante este período, la peseta se depreció un 1,9 % y un 2,6 % frente a la CEE y a los países desarrollados. Confirmando la menor intensidad de las tensiones en el mercado de la peseta, la intervención de las autoridades en este segundo trimestre del año fue modesta, registrándose una pérdida neta de reservas en divisas de 412,2 millones de dólares, de los cuales 323,9 millones corresponden al mes de junio.

El inicio del tercer trimestre coincidió con la máxima fortaleza del dólar en los mercados cambiarios. Siguiendo la evolución general de los mercados, la peseta se depreció con cierta intensidad frente al dólar USA a lo largo de dicho trimestre, si bien, en esta ocasión, la depreciación de la peseta fue de menor cuantía que la registrada, en conjunto, por las demás monedas. Como consecuencia, la peseta se mantuvo prácticamente estable en términos medios frente a los países desarrollados, hasta mediados de septiembre, y se apreció respecto a la CEE, aunque en una cuantía modesta -0,8 %-. Desde mediados de septiembre

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



hasta la semana del 7 al 14 de octubre, la caída del dólar y la consiguiente recuperación de las restantes divisas significativas hicieron que la peseta se apreciase levemente frente al dólar pero en menor cuantía que el resto de las monedas determinando que, en términos efectivos, registrara unas depreciaciones del 0,9 % y 1,2 % frente a países desarrollados y CEE respectivamente. En el tercer trimestre la intervención de la autoridad monetaria tuvo un signo netamente comprador contribuyendo a un aumento de las reservas de divisas de 1.050 millones de dólares. El valor total de estas reservas a finales de septiembre se situó en 10.741 millones de dólares, lo que significa una disminución respecto al saldo de finales del pasado año de 788,7 millones de dólares. Esta caída es todavía menor si se añaden las compras efectuadas durante los quince primeros días de octubre.

En el período considerado, el diferencial de tipos de interés a un mes de la peseta con relación al dólar aumentó desde una media del 7,8 % en enero de 1982 hasta un 13,9 % en las primeras semanas de octubre, pudiendo señalarse que tal diferencial se ha incrementado debido básicamente al aumento registrado en el tipo de interés interno. Estos movimientos se han reflejado en el mercado a plazo de la peseta, donde se

registró un aumento casi continuo en el descuento de la peseta que, para el plazo de un mes, pasó desde un 8,4 % en el mes de enero a unos niveles que oscilaron entre el 14 y el 15 % en el mes de septiembre. No obstante, desde primeros de agosto se viene observando una creciente distensión en el mercado a plazo de la peseta que denota un cambio de orientación en las expectativas del mercado sobre la evolución futura de esa moneda.

Por lo que se refiere, por último, a la evolución del tipo de cambio efectivo real de la peseta, las previsiones del Servicio de Estudios correspondientes al período transcurrido entre diciembre de 1982 y septiembre de 1983 difieren según se mida dicha magnitud mediante los precios al consumo o con precios industriales. De acuerdo con el índice calculado por medio de los precios al consumo, el tipo de cambio efectivo real de la peseta registró una depreciación a lo largo de dicho período que puede situarse alrededor del 6,6 % respecto a los países cuyas monedas se cotizan en el mercado español y por encima del 4 % en relación al Mercado Común. Por el contrario, el índice medido a partir de los precios industriales muestra una apreciación de la peseta, entre diciembre del pasado año y septiembre del presente, que puede situarse por debajo del 1,5 % frente al primer grupo de países y en algo más del 3,5 % respecto al Mercado Común. Nótese, sin embargo, que estas cifras muestran la evolución a lo largo del período objeto de análisis, a diferencia de las utilizadas en el estudio de la demanda exterior realizado en la página 16, que se refieren a la variación del valor medio del período respecto a la media del mismo período del año anterior. Utilizando este último criterio, el valor medio del tipo de cambio efectivo real de la peseta para los nueve primeros meses de este año experimentó una depreciación generalizada en relación a la media de igual período de 1982. Frente a los países cuyas monedas se cotizan en el mercado español, la cuantía de dicha depreciación puede situarse cerca del 12,5 %, si se calcula el índice con los precios al consumo, y por encima del 9,2 % utilizando los precios industriales; en relación al Mercado Común, los porcentajes de depreciación de la peseta se encuentran ligeramente por debajo de los anteriores, en 11,2 % y un 8 %, respectivamente.

26-X-1983.

Evolución de la Seguridad Social

En el primer semestre del año, el saldo de las operaciones no financieras de la Seguridad Social arroja un superávit de 176,9 m.m. (equivalente prácticamente al superávit de 181,3 m.m. del primer semestre de 1982), de los que 99,4 m.m. corresponden al primer trimestre y los 77,4 m.m. restantes al segundo. Dicho superávit es el resultado de unos crecimientos de los ingresos y pagos en relación con los ingresos y pagos del primer semestre de 1982 del 16,0 % y del 19,3 % respectivamente.

La consideración que se hizo al examinar el primer trimestre –ver *Boletín Económico* de mayo de 1983–, sobre que la evolución de los ingresos y pagos discrepaba sensiblemente de la previsión realizada a partir de comparar el Presupuesto de 1983 con la liquidación de 1982, sigue siendo válida cuando se analizan los resultados del primer semestre. Las discrepancias se deben, en parte, a las perturbaciones ocasionadas por el retraso en la entrada en vigor del Presupuesto de 1983; en parte, a la discrecionalidad que afecta a determinadas operaciones y, en parte también, deben expresar valoraciones sesgadas de los ingresos y pagos de dicho Presupuesto. No obstante, los desajustes al final de junio no guardan relación, en intensidad y sentido, con los observados al concluir marzo, por lo que cabe reseñar diferencias acusadas entre la evolución del primero y del segundo trimestre.

En cuanto a los ingresos no financieros (véase cuadro 1), esa afirmación no queda desmentida por el he-

1. Seguridad Social. Ingresos

	m.m. y %			
	ENE - JUN			
	Importe		Tasas de crecimiento	
	1982	1983	82/81	83/82
TOTAL	1.209,9	1.402,6	21,6	15,9
Ingresos no financieros	1.206,2	1.399,6	22,2	16,0
Cotizaciones	937,4	1.077,2	8,6	14,9
Para todas las contingencias	871,4	994,5	8,5	14,1
<i>Autónomos</i>	63,9	75,0	16,4	17,4
<i>Trabajadores</i>	142,1	183,4	10,2	29,1
<i>Empresarios</i>	659,9	731,0	7,3	10,8
<i>Percepciones/productos del campo</i>	5,5	5,1	14,6	- 7,3
Para accidentes de trabajo	66,0	82,7	9,6	25,3
Transferencias (del Estado)	258,9	306,1	132,0	18,2
Otros ingresos no financieros	9,9	16,3	-17,5	64,6
Ingresos patrimoniales	1,9	2,0	18,7	5,3
Ingresos por servicios prestados	6,6	10,1	-	53,0
Otros	1,4	4,2	-63,2	200,0
Ingresos financieros	3,7	3,0	-53,2	-18,9

cho de que los crecimientos al final de marzo y al final de junio fuesen equivalentes, 16,2 % y 16 % respectivamente, ya que, mientras la rúbrica de cotizaciones se ha acelerado entre ambas fechas, desde un 9,3 % a un 14,9 %, las transferencias del Estado —la otra gran partida de los ingresos— se han desacelerado desde un 51,8 % a un 18,2 %. Transcurrido el primer semestre, el incremento de los ingresos se mantiene un par de puntos por debajo de las previsiones, desviación que debe imputarse íntegramente a la lenta ejecución de las transferencias del Estado, cuyo aumento previsible es del 35 %, ya que el avance de las cotizaciones, globalmente consideradas, se ajusta a las previsiones. Incluso el crecimiento del resto de los ingresos no financieros guarda un alto grado de aproximación con el incremento proyectado.

2. Seguridad Social. Gastos: Clasificación funcional

m.m. y %

	ENE - JUN			
	Importe		Tasas de crecimiento	
	1982	1983	82/81	83/82
TOTAL	1.028,2	1.226,4	10,6	19,3
Prestaciones económicas	690,5	824,4	15,3	19,4
Pensiones	576,1	691,5	17,4	20,0
Incapacidad laboral transitoria	63,8	75,9	11,5	19,0
Invalidez provisional	20,6	25,1	9,6	21,8
Protección a la familia	25,9	27,3	- 5,5	5,4
Otras	4,1	4,6	-10,9	12,2
Asistencia sanitaria	293,9	353,3	1,1	20,2
Con medios propios	229,7	273,6	- 0,9	19,1
<i>A domicilio</i>	99,5	120,5	6,3	21,1
<i>En instituciones abiertas</i>	20,7	25,5	3,5	23,2
<i>En instituciones cerradas</i>	109,5	127,6	- 7,3	16,5
Con medios ajenos	59,0	74,2	8,7	25,8
Investigación	0,2	0,2	-	-
Docencia	4,4	4,6	10,0	4,5
Medicina social y preventiva	0,6	0,7	20,0	16,7
Servicios sociales	11,2	12,0	28,7	7,1
Gastos generales	32,6	36,7	4,8	12,6

Ateniéndose al desglose de las cotizaciones, destaca el contraste entre el 10,8 % del crecimiento de las cotizaciones empresariales y el 29,1 % de las cotizaciones de los trabajadores de los diversos regímenes. Un crecimiento desigual estaba previsto, fundamentalmente por la reducción del tipo empresarial del régimen general, pero la evolución hasta el primer semestre sitúa el incremento de las cotizaciones empresariales por debajo de lo programado, en tanto que las cotizaciones de los trabajadores han crecido considerablemente más de lo previsto. Las cotizaciones de los trabajadores autónomos, con un crecimiento del 17,4 %, avanzan al

ritmo proyectado, mientras que las cotizaciones por accidentes de trabajo, con un incremento del 25,3 %, ofrecen unos resultados más favorables que lo inicialmente estimado.

Las discrepancias entre evolución y previsiones y el contraste entre lo acaecido en cada uno de los dos primeros trimestres del año cobran particular alcance en lo que atañe a los gastos. De un crecimiento de los gastos no financieros del 8,3 % al concluir el primer trimestre, se ha pasado a un aumento del 19,3 % para el conjunto de los primeros seis meses del año. De ese modo, si al final de marzo pudo afirmarse que los gastos mostraban un significativo retraso con respecto a las previsiones, al final de junio hay que señalar que muestran un crecimiento mucho más intenso que el previsto (11,2 %).

El fenómeno de la aceleración de los gastos en el segundo trimestre ha afectado tanto a las prestaciones económicas como a los gastos de asistencia sanitaria, pero es en estos últimos donde el cambio de tendencia ha sido extraordinariamente acusado. De un crecimiento de las prestaciones económicas del 15,6 % hasta marzo, se ha pasado a uno del 19,4 % hasta junio (véase cuadro 2 sobre clasificación funcional de los gastos); en el caso de los gastos de asistencia sanitaria, la disminución del 8,2 % hasta marzo se ha convertido en un aumento del 20,2 % hasta junio.

El incremento de las prestaciones económicas en el primer semestre supera en 6 puntos las previsiones, explicándose parcialmente el desajuste por un aumento de las pensiones más intenso que el esperado (19,4 % frente al 17,3 %), pero, sobre todo, es debido al fuerte crecimiento que ha experimentado el resto de las prestaciones económicas, cuando para la incapacidad laboral transitoria (ILT), la invalidez provisional y la protección a la familia se habían presupuestado reducciones significativas, hasta del 8 % en el caso de la ILT. Los gastos de asistencia sanitaria muestran asimismo una discrepancia muy acusada entre el crecimiento hasta junio, el mencionado 20,2 %, y el 7 % proyectado por el Presupuesto. Los gastos de asistencia con medios propios, con un crecimiento en el semestre del 19,1 %, muestran una tasa inferior al 25,3 % de aumento de los gastos con medios ajenos, a pesar de que el Presupuesto contemplaba un incremento apreciablemente mayor de los primeros.

Los rasgos que se han destacado de la evolución de los gastos desde el punto de vista de la distribución funcional tienen una expresión parecida cuando se consideran según un desglose económico (véase cuadro 3). Así, las transferencias corrientes, aproximables a las prestaciones económicas, se han acelerado desde

3. Seguridad Social. Gastos: Clasificación económica

m.m. y %

	ENE - JUN			
	Importe		Tasas de crecimiento	
	1982	1983	82/81	83/82
TOTAL	1.028,2	1.226,4	10,6	19,3
Gastos no financieros	1.024,9	1.222,7	10,8	19,3
Gastos corrientes	1.016,8	1.217,6	14,0	19,7
Personal	162,9	192,8	15,8	18,3
<i>Remuneraciones</i>	125,1	149,3	13,9	19,3
<i>De plantilla</i>	(116,3)	(137,7)	(13,5)	(18,4)
<i>Laboral, eventual, contratado</i>	(8,8)	(11,6)	(20,5)	(31,8)
<i>Cuota Seguridad Social</i>	35,2	40,6	21,0	15,3
<i>Prestaciones complementarias</i>	2,6	2,9	44,4	11,5
Compras	91,7	112,3	12,1	22,5
Intereses	—	—	—	—
Transferencias corrientes	757,5	907,8	13,9	19,8
Dotaciones de amortización	4,7	4,7	9,3	—
Gastos de capital (Inversiones reales)	8,1	5,1	-75,6	-37,0
Gastos financieros	3,3	3,7	-19,5	12,1
Variación de activos	2,8	3,4	-31,7	21,4
Variación de pasivos	0,5	0,3	—	-40,0

un 14,5 % en el primer trimestre a un 19,8 % hasta junio, en tanto que el consumo público, aproximable a los gastos de asistencia sanitaria, ha pasado desde un decrecimiento del 9,1 % hasta marzo a un aumento del 19,8 % hasta junio. Dentro de la clasificación económica, merece destacarse el bajo volumen de las inversiones reales (5,1 % m.m.), y el apreciable descenso con respecto a las del primer semestre de 1982 (37,0 %), que ponen de manifiesto no sólo un desajuste importante de la evolución con las previsiones (12,5 % de aumento), sino también que se está repitiendo en 1983 lo acaecido en 1982: a saber, que las inversiones realizadas no alcanzan los niveles inicialmente presupuestados.

20-X-1983.

Evolución monetaria

Durante el primer semestre de 1983, el total de activos líquidos en poder del público –ALP– (1) creció a una tasa media del 17,4 %. Este resultado engloba, sin embargo, una evolución muy desigual en el transcurso del primero y del segundo trimestre. Durante los tres primeros meses del año, el avance medio del agregado –ALP– fue del 20,4 %, pasando a crecer a un ritmo medio del 14,3 % en el período abril-junio.

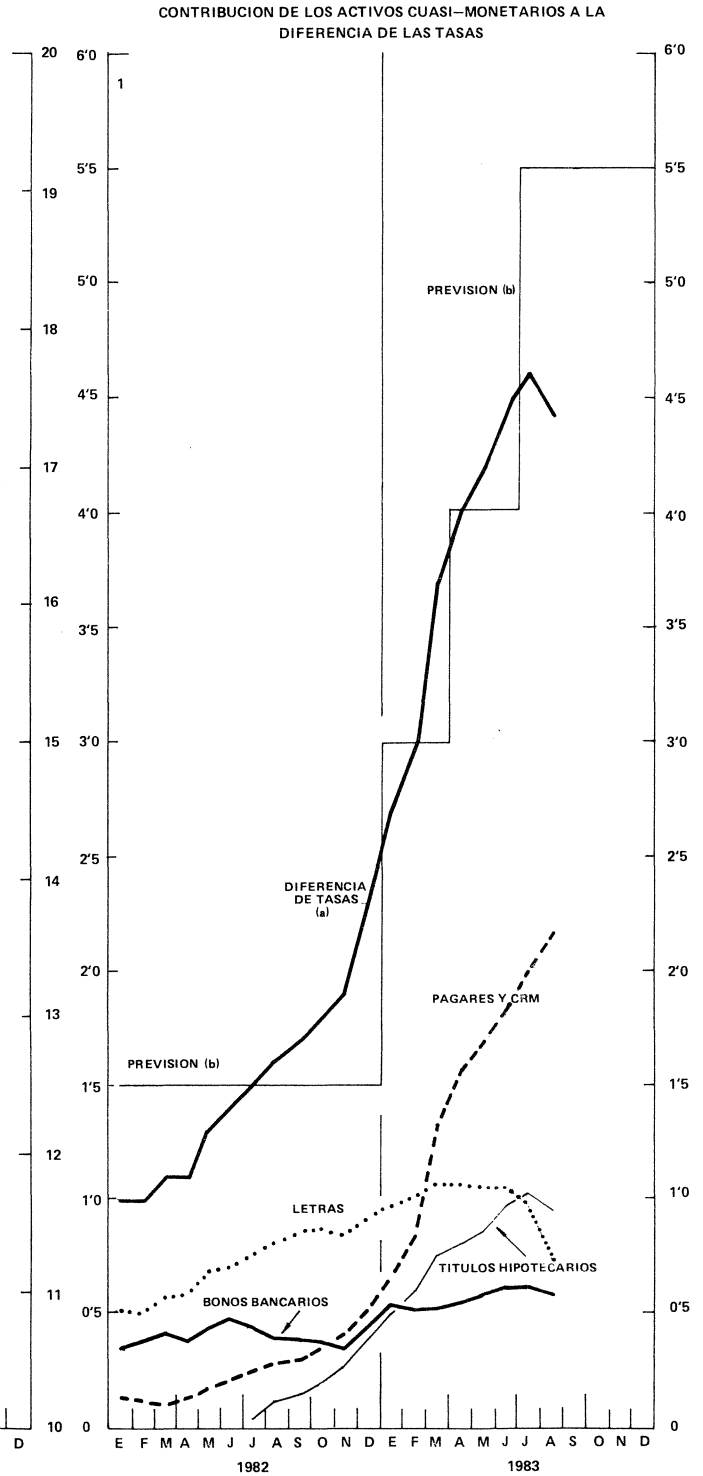
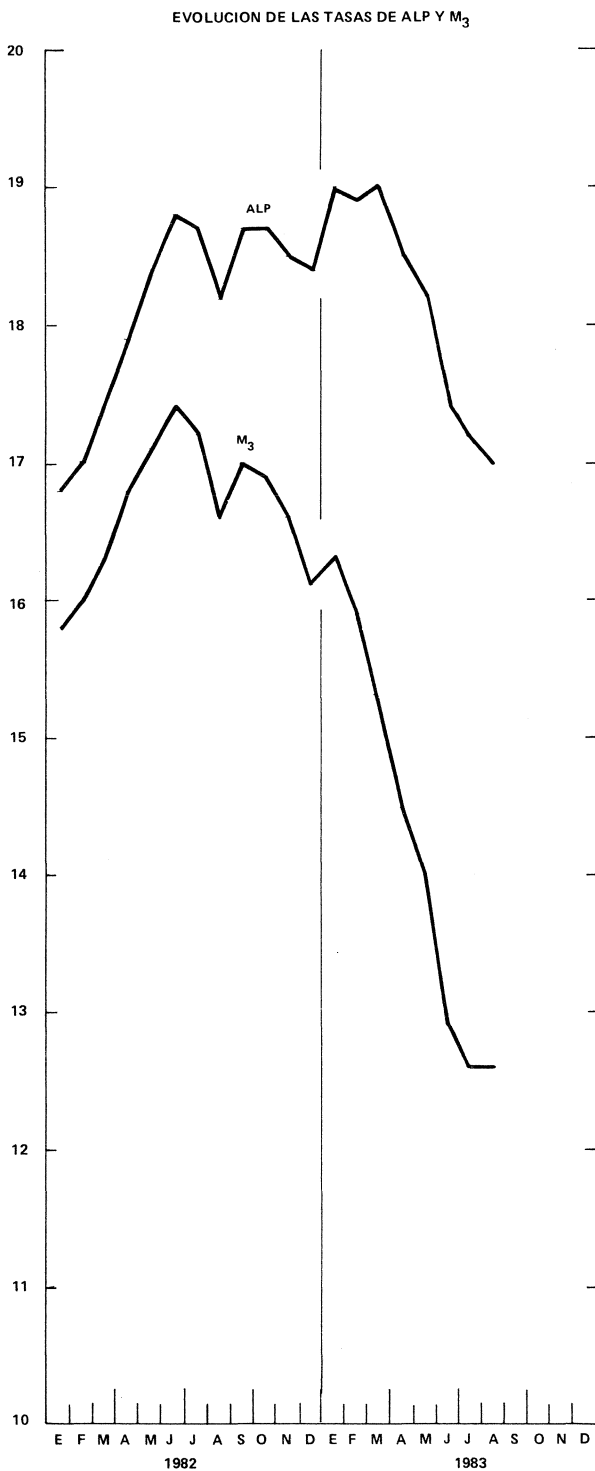
A la intensa expansión de ALP durante el primer trimestre del año contribuyó sustancialmente el crecimiento del conjunto de «otros activos» distintos de M_3 englobados en el agregado. En efecto, en relación a los tres últimos meses del año anterior, su ritmo de crecimiento fue del 199 % –en tasa anual– en el período enero-marzo, frente al 108 % alcanzado en el último trimestre del año 1982. La evolución de M_3 fue, sin embargo, muy uniforme (13,9 % en el período enero-marzo de 1983, frente a un avance del 13,6 % en el último trimestre del año anterior). Así, mientras que la contribución de M_3 fue similar en ambos trimestres (13,1 puntos en el 4.º trimestre de 1982 y 13,5 puntos en el primero de 1983) el resto de activos líquidos del público pasó de aportar 3,8 puntos porcentuales en el período octubre-diciembre de 1982 a 6,9 puntos en el primer trimestre de 1983.

La expansión media de M_3 , en los tres primeros meses de 1983, apenas rebasaba un punto porcentual la línea central de objetivos definida por la autoridad monetaria al comenzar el año (13 %) y estaba marcadamente influida por el fuerte movimiento expansivo del mes de enero, pasando a crecer en febrero y marzo por debajo de dicho objetivo de referencia. Sin embargo, el intenso avance del conjunto de «otros activos» sobrepasó ampliamente las previsiones realizadas al fijar el objetivo anual para M_3 . Ello dotó al sistema de un fuerte volumen de liquidez que, en un contexto de renovada fortaleza del dólar estadounidense, no tardó en reflejarse en un progresivo deterioro de la posición frente al exterior, en un empeoramiento de las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta y en un avivamiento de las presiones inflacionistas.

En estas condiciones, al comenzar el mes de abril, las autoridades monetarias decidieron rebajar el objetivo de referencia para M_3 del 13 % al 12 % para el resto del año. A lo largo del segundo trimestre, las disponibilidades líquidas flexionaron progresivamente a la baja su ritmo de expansión, llegando a crecer, durante este período, a una tasa media del 8,5 %. El descenso en el ritmo de avance de M_3 buscado por la autoridad mone-

(1) Incorpora, junto a M_3 , los bonos de caja y tesorería, pagarés del Tesoro, CRM, letras endosadas y títulos hipotecarios en manos del público.

1. 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.

1. Agregados monetarios

	1982		1983	
	IV TR	I TR	II TR	III TR (p)
	Tasas medias de crecimiento (%)			
ALP	16,9	20,4	14,3	15,5
M ₃	13,6	13,9	8,5	15,0
Otros activos cuasi-monetarios del público	108,2	198,8	125,8	22,6
	Aportación al crecimiento de ALP (%)			
M ₃	13,1	13,5	8,2	13,8
Otros activos cuasi-monetarios del público	3,8	6,9	6,1	1,7

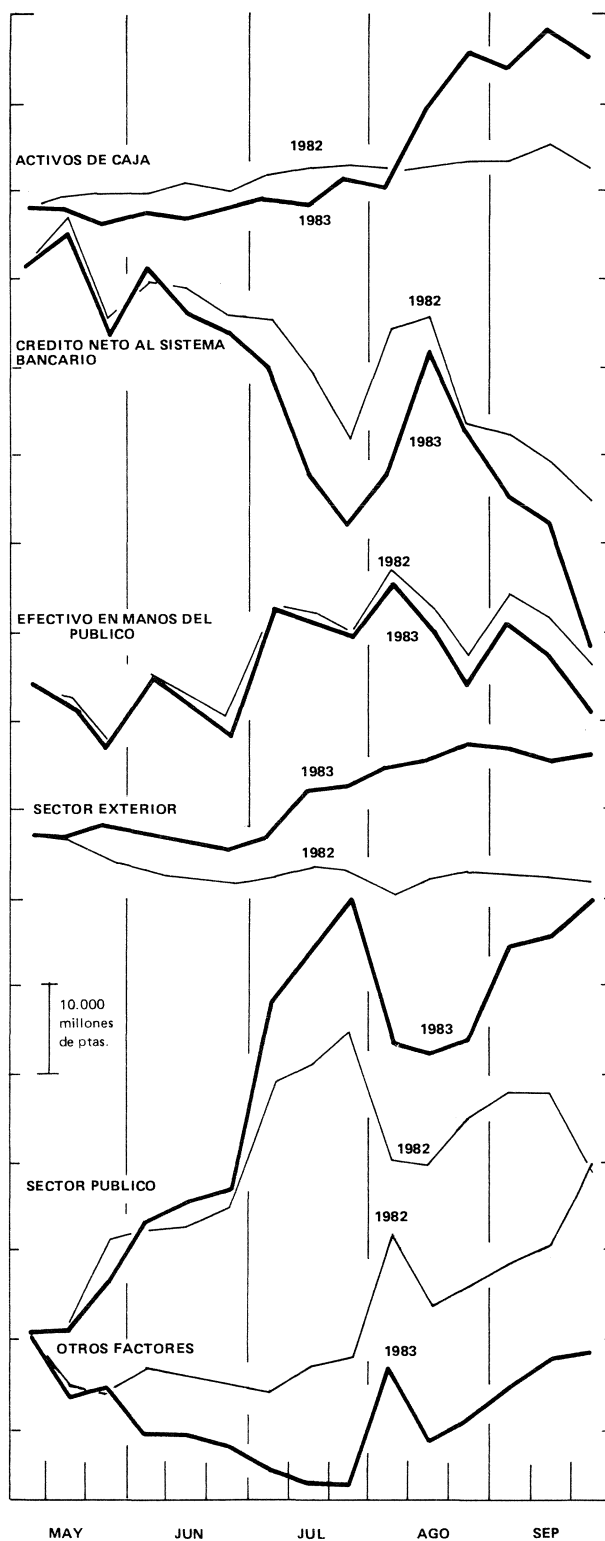
taria se intensificó en buena medida por la fuerte sustitución que se produjo en las carteras del público de depósitos bancarios por otros activos cuasimonetarios incluidos en ALP; por tanto, el avance de estos últimos continuó evolucionando por encima de las previsiones, de manera que, a pesar de que al finalizar el semestre la expansión media de M₃ discurría prácticamente por la línea inferior de la banda de objetivos definida para el conjunto del año (11 %), la liquidez total del sistema que recoge ALP continuaba rebasando entre 2,5 y 3 puntos la que se consideraba adecuada, dadas las previsiones sobre el PIB real y precios y la situación en los mercados financieros internacionales.

Al finalizar el primer semestre del año, la pérdida de reservas centrales ascendía a cerca de 1.850 millones de dólares, se acentuaba el pesimismo sobre el futuro del tipo de cambio de la peseta y las expectativas sobre la tasa de inflación amenazaban el objetivo que en este campo se había propuesto el Gobierno al comienzo del año.

Ante estas perspectivas, la autoridad monetaria decidió, al iniciarse el mes de julio, instrumentar una política monetaria más estricta que llevase a un crecimiento de las disponibilidades líquidas del 9,5 % para el conjunto del año. Se consideraba que este avance de M₃ junto con un crecimiento moderado de «otros activos» hasta final de año, haría posible una expansión del agregado ALP del 14,5 %-15 % para el año 1983, que se consideraba adecuada en aquellos momentos, dado el contexto internacional, para financiar un avance del PIB entre 1,5 y 2 puntos porcentuales, un crecimiento de los precios cercano al 12 % y una financiación más correcta del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente.

Dentro del conjunto de «otros activos», se preveía que los pagarés del Tesoro —emitidos por el Estado— y

2. Activos de Caja (∅)



los CRM —emitidos por el Banco de España— en poder del público continuarían avanzando a un ritmo similar al registrado durante el primer semestre, por lo que un crecimiento análogo al que se había producido durante los seis primeros meses del año en el conjunto de activos cuasimonetarios emitidos por las instituciones bancarias era claramente incompatible con el objetivo de crecimiento de M_3 al 9,5 % que en aquel momento se definía. Así lo hizo saber el Banco de España a las instituciones bancarias y, en tal sentido, recomendó la paralización de la emisión de bonos de caja y tesorería, títulos hipotecarios y el endoso de papel comercial de su cartera en los meses sucesivos. Con ello se trataba de evitar la formación de un proceso realimentado, en el que las tensiones producidas por el cambio de tónica de la política monetaria estimulase una generación más intensa de pasivos bancarios no sujetos a coeficientes legales, que acabase por frustrar los objetivos de las autoridades.

Durante el tercer trimestre del año, la variación en la tendencia de crecimiento de «otros activos líquidos del público» ha sido notable. Las cifras de que se dispone para el mes de septiembre, aunque provisionales aún, ponen de manifiesto que el saldo del conjunto de activos cuasimonetarios emitidos por bancos y cajas ha experimentado un descenso neto en el período julio-septiembre, debido fundamentalmente a la fuerte caída del volumen de letras negociadas. Este descenso neto ha sido, sin embargo, compensado sobradamente por el crecimiento de los saldos en poder del público de pagarés del Tesoro y CRM (1), de manera que el total de «otros activos» ha experimentado un ligero incremento neto durante este período. Expresando este proceso en términos de tasas, significa que los activos líquidos del público distintos de M_3 han crecido a un ritmo medio del 23 % a lo largo del tercer trimestre, que contrasta fuertemente con el 126 % al que crecieron durante el trimestre anterior.

Paralelamente a esta evolución de «otros activos líquidos», la progresiva restricción monetaria adoptada por las autoridades ha terminado por disciplinar los mercados financieros interiores, haciendo más realista el coste de los recursos monetarios del mercado nacional respecto a la situación internacional y a la presión

(1) En el caso de los CRM, están autorizados a suscribirlos las cooperativas de crédito y cajas rurales, compañías de seguros, entidades de capitalización y ahorro, sociedades y fondos de inversión mobiliaria, entidades de financiación reguladas por D. 896/1977, sociedades de crédito hipotecario, fondos de regulación del mercado hipotecario, sociedades de garantía recíproca y su fondo de garantía, organismos financieros internacionales y sociedades mediadoras en el mercado de dinero autorizadas por el Banco de España.

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

m.m.

	JUL 1983	AGO 1983	SEP 1983
Activos de caja	23,6	87,3	65,0
CONTRAPARTIDAS:			
Efectivo (a)	- 92,5	5,5	40,3
Otros factores	296,9	33,7	178,8
Sector exterior	43,1	49,7	3,7
Sector público	290,3	-98,8	127,0
Otros	- 36,5	82,8	48,1
Crédito neto al sistema bancario	- 180,8	48,1	- 154,2
Créditos al sistema bancario	49,7	- 13,8	- 103,2
Certificados de regulación monetaria (a)	- 226,4	68,6	- 51,1
Depósitos obligatorios (a)	- 4,1	- 6,7	-

(a) Aumento: (-).

que se registraba sobre la peseta en los mercados de cambios.

En efecto, la laxitud con que había evolucionado la liquidez del público al comenzar el año había situado los tipos de interés del mercado interbancario, durante el primer trimestre, en torno al 14,5 % para el plazo de un día y alrededor del 16,5 % para el plazo de un mes. Este último implicaba un diferencial de cerca de 8 puntos porcentuales respecto del eurodólar en Londres al mismo plazo, diferencial que, dadas las expectativas de los mercados cambiarios, se mostró claramente insuficiente para alentar la entrada de flujos financieros del exterior suficientes para financiar el déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos. En consecuencia, este déficit hubo de ser financiado con importantes pérdidas de reservas.

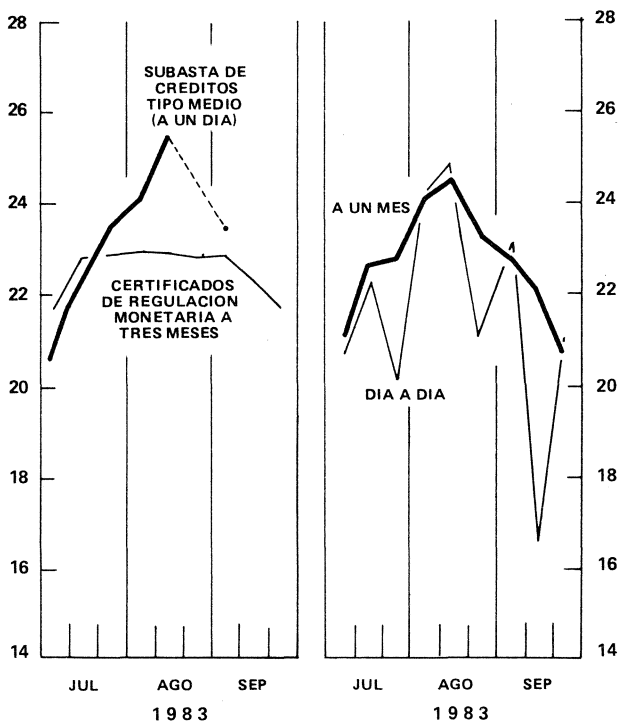
La política más austera puesta en práctica por la autoridad monetaria en el segundo trimestre elevó notablemente los tipos de interés en los mercados monetarios interiores. En el mercado interbancario, el tipo de interés de las operaciones día a día experimentó un crecimiento medio, durante este período, de 5,5 puntos porcentuales respecto al tipo medio registrado en el trimestre anterior, y el tipo a plazo de un mes aumentó en torno a los 4 puntos porcentuales en el período abril-junio respecto a la media de los tres meses anteriores. En el mercado de Londres, el tipo del eurodólar a un mes experimentó una subida de apenas medio punto durante el segundo trimestre del año. En consecuencia, el diferencial descubierto respecto al mercado interbancario nacional se elevó a cerca de 12 puntos porcentuales. Sin embargo, el deterioro de la situación

respecto al exterior que se había venido produciendo y la insuficiente disciplina monetaria adoptada anteriormente habían contribuido a sensibilizar notablemente las expectativas pesimistas sobre el futuro del tipo de cambio de la peseta y la tasa de inflación. Por ello, en un período en el que el dólar fortalecía su cotización respecto a la mayoría de las divisas, el diferencial antes aludido se mostró insuficiente para compensar tales incertidumbres y aun se produjo un deterioro de la posición frente al exterior.

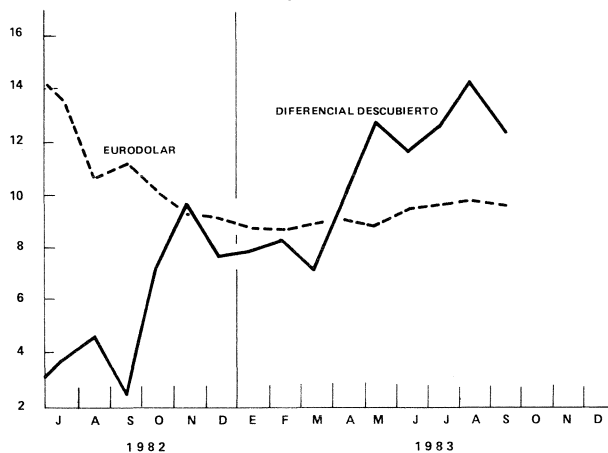
En estas condiciones, tal como se ha señalado anteriormente, las autoridades monetarias optaron, al comenzar el mes de julio, por avanzar decididamente en la corrección de la liquidez del sistema, de manera que evolucionase dentro de los márgenes necesarios para financiar el gasto nominal estimado y corregir el fuerte desequilibrio financiero exterior entonces existente.

Como consecuencia de la fuerte restricción monetaria que se impuso, los tipos de interés experimentaron alzas generalizadas durante los meses de julio y agosto, llegando a negociarse el tipo día a día del mercado interbancario, en este último mes, al 23,3 %, y al 24 % en el plazo de un mes. Los diferenciales respecto del eurodólar en Londres a un mes oscilaron, en el período que transcurre desde mitad de julio hasta final de agosto, entre 12,4 y 15,5 puntos porcentuales. Esta situación y la actitud de firmeza exhibida por las autori-

3. Tipos de interés (Ø)



4. Diferencial descubierto entre el tipo de interés de la peseta y del eurodólar (1)



(1). Diferencia entre el tipo de interés interbancario a un mes de la peseta y el del eurodólar a igual plazo, sin ser corregida por el descuento a plazo de la peseta.

dades ejercieron probablemente una influencia inmediata sobre las reservas centrales, al tiempo que contribuyeron a reducir sensiblemente las presiones sobre la peseta en los mercados de cambios. El resultado de todo ello fue un aumento neto del saldo de divisas, durante julio-agosto, de unos 900 millones de dólares.

El mantenimiento de altos tipos de interés derivados de la austeridad monetaria impuesta para lograr la progresiva reducción del desequilibrio financiero exterior y la contención de la tasa de inflación incidían de manera notable en el coste de la financiación del déficit público. Con el fin de no acentuar excesivamente esta carga y mantener, al mismo tiempo, el rigor monetario, las autoridades decidieron, a mediados del mes de agosto, incrementar en un punto el coeficiente legal de caja exigido a bancos y cajas de ahorro, pero aumentando simultáneamente en dos puntos porcentuales la remuneración de los depósitos obligatorios de estas instituciones en el Banco de España, a fin de aminorar la incidencia del aumento del coeficiente sobre sus tipos de interés activos y pasivos y su cuenta de resultados.

La paralización en el crecimiento de los activos cuasimonetarios del público hizo que, durante los meses de julio y agosto, se intensificase notablemente la demanda de depósitos bancarios. El comportamiento expansivo que paralelamente estaban registrando los sectores exterior y público y el inicio de una aceleración de la financiación otorgada por el sistema crediticio al sector privado impulsaron notablemente el crecimiento de M_3 . Esta situación continuó en el mes de septiembre, por lo que las autoridades monetarias, habida cuenta de la sustancial mejora de la situación frente al exterior y a fin de evitar que los tipos de interés

3. Excedente de caja legal (∅)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorro
1983			
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
AGO	0,052	0,063	0,035
1. ^a dec.	0,066	0,081	0,043
2. ^a dec.	0,048	0,060	0,030
3. ^a dec.	0,042	0,049	0,031
SEP	0,070	0,078	0,059
1. ^a dec.	0,037	0,039	0,033
2. ^a dec.	0,122	0,147	0,085
3. ^a dec.	0,052	0,047	0,061

se elevasen más allá de lo necesario, decidieron permitir que la oferta de liquidez al sistema rebasase, durante dicho mes, la inicialmente programada para conseguir los objetivos monetarios. El crecimiento de las disponibilidades líquidas experimentó una sustancial aceleración en el mes de septiembre, situando el avance medio de este agregado, en el tercer trimestre del año, en el 15 %.

Con la expansión de la oferta de liquidez en este último mes, los tipos de interés iniciaron un progresivo descenso en los mercados monetarios. La coincidencia con un período de relativa estabilidad en los mercados financieros exteriores redundó en un descenso del diferencial descubierto, a pesar de lo cual, el mes de septiembre se cerró con una entrada neta de reservas, al tiempo que continuaron mejorando las expectativas sobre el tipo de cambio de la peseta.

La aceleración de las disponibilidades líquidas durante el tercer trimestre del año ha elevado el avance medio de este agregado, durante el período diciembre-septiembre, al 12,5 %, frente al 11,2 % en que se situó en el primer semestre del año. Aparte de la sustitución en las carteras del público de activos cuasimonetarios por depósitos bancarios en el período julio-septiembre y del comportamiento expansivo del sector exterior, la fuerte apelación al sistema crediticio por parte del sector público y la aceleración en la financiación concedida al sector privado ejercieron una notable incidencia en el crecimiento de M_3 durante el tercer trimestre del año.

Las necesidades financieras de las administraciones públicas fueron efectivamente intensas durante el tercer trimestre. El déficit de caja más el descubierto entre dotaciones y cédulas para inversión se estima que se elevó a unos 325 m.m. de pesetas, que fue financiado básicamente con recurso del Banco de España. La sus-

4. Tipos de mercado monetario (∅)

	Tipos día a día			Tipos a plazo		
	Interbancario (a)	Subastas Banco de España		Un mes	Tres meses	CRM tres meses (b)
		Préstamos	CRM			
1983						
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
AGO	23,31	24,67	—	23,98	23,41	22,93
1. ^a dec.	24,17	24,16	—	24,13	23,59	22,94
2. ^a dec.	24,93	25,68	—	24,58	23,73	22,93
3. ^a dec.	21,01	—	—	23,28	23,04	22,90
SEP	20,29	23,42	19,55	21,92	20,40	22,26
1. ^a dec.	23,19	23,42	—	22,83	22,81	22,77
2. ^a dec.	16,62	—	—	22,18	22,78	22,32
3. ^a dec.	20,96	—	19,55	20,79	21,22	21,70
OCT						
1. ^a dec.	23,54	22,69	—	22,21	21,83	21,38

(a) Hasta la 2.^a decena de abril es el coste medio de las operaciones día a día.

(b) Tipo medio a la emisión.

cripción neta de pagarés del Tesoro aportó unos 30 m.m. efectivos, los préstamos directos recibidos del exterior ascendieron a un equivalente aproximado de 50 m.m., los créditos tanto en pesetas como en moneda extranjera otorgados por el sistema bancario apenas registraron variación, habiendo experimentado, al mismo tiempo, los depósitos del sector público en bancos, cajas y entidades oficiales de crédito un descenso de unos 14 m.m. de pesetas. Como resultado de todo ello, la apelación al Banco emisor fue de 235 m.m. Así, la financiación otorgada por el sistema crediticio al sector público durante el tercer trimestre creció a una tasa próxima al 60 % en términos anuales, y su aportación al crecimiento de M_3 se prevé en torno a 9,5 puntos porcentuales.

Se estima que los recursos financieros puestos a disposición del sector privado por el sistema crediticio mediante créditos y valores han podido crecer a un ritmo medio cercano al 12 % en el período julio-septiembre. Durante el mes de julio, el crecimiento resultó algo menor, pero se fue intensificando, a medida que avanzaba el trimestre. El avance más significativo lo registra la partida de crédito, que posiblemente haya crecido a un ritmo medio de 13 % en el trimestre considerado, con un perfil creciente a lo largo del mismo, hasta el punto de que, según las cifras provisionales disponibles para septiembre, el ritmo de expansión del crédito en este último mes puede alcanzar una tasa cercana al 14 %. La principal aportación en la expansión de esta variable en el tercer trimestre del año la constituye el crédito concedido en pesetas, ya que el otorgado en moneda extranjera experimentó un aumento de escasa entidad.

En buena medida, esta aceleración del crédito al sector privado se explica por la reducción que simultáneamente ha experimentado el volumen de letras endosadas, durante los meses de agosto y septiembre. Sin embargo, una cierta proporción puede ser debida a factores del lado real. En efecto, las últimas estimaciones disponibles sobre evolución de la demanda interna y externa señalan que, en los meses centrales del año, se está manteniendo una pulsación mayor que la prevista hace unos meses. No obstante, éstos son datos que han de ir confirmándose, a medida que se reciba mayor información, en meses sucesivos.

La evolución estimada para el año 1983 del conjunto de activos y pasivos financieros del sector privado muestra cómo este sector va a actuar, una vez más, como prestamista neto al resto de los sectores. Se calcula que el excedente financiero neto puede alcanzar unos 940 m.m. Este saldo, junto al ahorro neto del sector exterior, que se estima, puede alcanzar los

500 m.m., cubrirá las necesidades de financiación del sector público y del sistema financiero.

Con las cifras provisionales de que se dispone para el mes de septiembre sobre la evolución de activos cuasimonetarios en manos del público, el crecimiento medio del agregado ALP durante los nueve meses transcurridos del año podría alcanzar una tasa próxima al 17 %. Dadas las últimas estimaciones para el conjunto del año del PIB real (2,1) y la tasa de inflación (11,5 % en términos del deflactor del PIB y del 12 % en términos del índice de precios de consumo) y los objetivos de corrección del desequilibrio exterior, el crecimiento adecuado de la liquidez del sistema medida en su sentido más amplio —ALP— habría de situarse entre un 15 % y un 15,5 % si la situación en los mercados financieros internacionales no difiere sustancialmente de la que en la actualidad se registra.

Las hipótesis que en estos momentos se barajan sobre la evolución hasta final de año de los activos cuasimonetarios en manos del público hacen que el objetivo de M_3 para el conjunto del año compatible con la indicada expansión de ALP si sitúe entre un 11,5 % y un 12 %, de modo que cualquier aumento o disminución de «otros activos» respecto a la predicción que ahora se formula implicaría la correspondiente revisión de sentido contrario en el objetivo de M_3 .

Las perspectivas abiertas para los próximos meses sobre la evolución de los principales factores que impulsan el crecimiento de M_3 apuntan hacia el mantenimiento de presiones expansivas, que pueden ser muy importantes.

En efecto, por lo que respecta al sector exterior, es muy posible que el saldo de reservas centrales experimente un aumento sustancial en el mes de octubre, al que habrá que añadir el correspondiente a la financiación exterior al Tesoro, ya autorizada y pendiente de recibir, que, en estos momentos, asciende a unos 600 m. de dólares.

Por el lado del sector público, no se espera que la cuantía del déficit de caja al cierre de 1983 difiera sustancialmente del previsto al comienzo del año; sin embargo, las dificultades que está encontrando el Tesoro para colocar deuda pública a medio y largo plazo pueden hacer que no se obtengan los recursos previstos por esta vía, implicando, por tanto, una mayor presión sobre el sistema crediticio para financiar el déficit público.

Y, finalmente, por lo que se refiere al sector privado, todos los indicadores disponibles apuntan hacia una intensificación de la demanda de crédito en los próxi-

mos meses. En particular, la paralización y quizás reducción en el período que resta hasta fin de año de la negociación de letras endosadas favorecerá la demanda de crédito bancario.

Por todo ello, la política monetaria que será preciso practicar en el último trimestre del año puede calificarse de rigurosa. A pesar de que las buenas perspectivas sobre la actividad real vayan confirmándose a medida que se cuente con mayor información, si la situación financiera internacional no varía sustancialmente y las hipótesis sobre la evolución de «otros activos» que ahora se formulan resultan ciertas, la tasa de crecimiento de M_3 entre un 11,5 % y un 12 % para el conjunto del año implica un crecimiento entre un 9 % y un 11 % durante el cuarto trimestre del año.

Así, pues, en cuanto se mantenga la inercia hacia la expansión subyacente en el sistema, la consecución de estos objetivos necesariamente mantendrá las presiones actuales en los mercados monetarios nacionales. La mejoría registrada en el sector exterior no sólo en lo que respecta al incremento de reservas, sino también al descenso que se viene observando en la presión sobre la peseta en los mercados de cambio, podría constituir un argumento inmediato para abogar por la relajación de los objetivos monetarios; sin embargo, la fortaleza que continúa exhibiendo el dólar americano y las expectativas de que se mantenga la misma tónica en meses sucesivos (1) son razones para intentar evitar una laxitud de las magnitudes monetarias, que podría hacer perder gran parte del terreno ganado en la corrección de los desequilibrios internos y externos durante el tercer trimestre del año.

28-X-1983.

(1) A pesar de que se espera que los tipos de los activos en dólares mantengan el nivel moderado que registran en la actualidad, el atractivo que continúa mostrando el dólar americano como moneda refugio hace que posiblemente continúe evolucionando a buen ritmo la afluencia de fondos hacia los mercados estadounidenses en los próximos meses.

Información del Banco de España

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

Vigentes a 30 de septiembre de 1983

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
SIETE GRANDES												
BILBAO	10,75	13,00	15,00	15,50	17,50	15,50	17,00	17,75	19,00	19,00	17,75	21,00
CENTRAL	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	18,50	18,50	18,00	19,50
ESPAÑOL DE CREDITO	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	18,00	18,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
HISPANO AMERICANO	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,00	17,00	18,00	18,50	(3,00)	17,00	18,00
POPULAR ESPAÑOL	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	18,00	18,50	24,50	24,50	18,00	22,00
SANTANDER	11,00	13,00	15,00	16,50	18,50	16,00	18,00	18,50	27,00	(4,50)	18,00	21,00
VIZCAYA	11,00	13,00	15,00	15,00	17,50	16,00	17,50	18,00	18,00	18,00	18,00	20,50
<i>Media simple</i>	10,96	13,00	14,92	16,28	18,00	15,64	17,42	18,14	20,50	20,00	17,75	20,21
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
ABEL MATUTES TORRES	11,00	13,50	15,50	16,50	19,00	14,50	15,50	15,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
ALBACETE	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	16,00	18,00	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ALICANTE	11,00	13,50	15,50	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	23,00	23,00	16,00	21,00
ALICANTINO DE COMERCIO	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
ANDALUCIA	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	16,00	17,50	18,00	24,50	24,50	18,00	22,00
ASTURIAS	10,00	13,00	14,50	16,00	16,50	15,00	16,50	17,00	20,00	20,00	17,00	19,50
ATLANTICO	11,00	13,50	14,50	16,50	17,50	15,00	17,00	18,00	19,00	(4,00)	16,00	21,00
B. N. P.	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,00	17,00	18,00	18,00	(1,00)	17,00	21,00
BARCELONA	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
BARCLAYS BANK, S. A. E.	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	18,00	18,50	22,00	22,00	18,50	19,50
CANTABRICO	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,00	16,50	18,00	20,00	(2,50)	—	—
CASTILLA	11,00	13,00	15,00	17,00	19,00	16,00	17,50	19,50	24,75	24,75	18,00	22,00
CATALANA	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
COMERCIAL DE CATALUÑA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
COMERCIAL ESPAÑOL	11,00	13,00	15,00	16,50	18,50	16,00	18,00	18,50	25,00	(4,50)	18,00	21,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO ..	11,00	13,00	14,50	16,00	—	15,50	17,00	18,50	22,00	(3,00)	16,00	18,00
COMERCIO	10,75	13,00	15,00	15,50	18,00	15,50	17,00	18,00	19,00	19,00	18,00	21,00
CONDAL	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO Y AHORRO	11,00	12,75	14,50	16,00	17,00	15,00	16,50	17,50	20,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO BALEAR	11,00	13,00	15,00	17,00	19,00	16,00	18,00	19,50	24,50	24,50	18,00	22,00
CREDITO COMERCIAL	11,00	13,00	14,50	16,00	18,50	15,00	17,00	18,00	20,00	(4,00)	18,00	22,00
CREDITO E INVERSIONES	—	—	11,00	17,00	18,00	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	22,00
DEPOSITOS	10,00	11,00	12,00	14,00	16,00	8,00	9,00	12,00	23,00	23,00	12,00	16,00
DESCUENTO	11,00	13,00	14,00	17,00	18,00	17,00	17,00	17,00	25,00	25,00	18,00	22,00
ETCHEVERRIA	—	—	13,50	17,00	17,50	15,00	15,50	17,00	21,75	21,75	17,50	19,00
EUROPA	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	16,00	17,00	18,00	21,00	(3,00)	18,00	21,00
EXPORTACION	10,00	13,00	14,50	15,50	19,50	16,50	17,50	20,50	19,00	22,00	18,00	22,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	11,00	13,00	14,50	16,50	18,00	15,00	16,50	18,00	17,00	(2,50)	—	—
EXTREMADURA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
GALICIA	10,00	12,50	14,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	24,50	24,50	18,00	22,00
GARRIGA NOGUES	11,00	13,50	15,00	16,00	18,50	15,50	17,00	18,00	18,50	(2,50)	15,00	19,50
GENERAL	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
GERONA	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
GUIPUZCOANO	11,00	13,50	15,00	17,00	19,00	16,00	17,50	18,00	17,50	(3,00)	17,50	19,50
HERRERO	10,00	12,50	14,00	16,00	17,50	15,25	16,75	17,50	20,00	(2,00)	17,50	20,00
HUELVA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	20,00	18,00	22,00
HUESCA	10,75	13,00	15,00	15,50	17,50	15,50	17,00	17,75	19,00	19,00	17,75	21,00

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

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

(continuación) 2

Vigentes a 30 de septiembre de 1983

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
INTERNAC. DE COMERCIO	11,00	13,00	15,00	17,50	17,50	16,00	17,50	18,50	20,50	20,50	17,50	19,50
ISLAS CANARIAS	—	—	13,50	17,00	19,00	16,00	17,00	18,00	26,00	(4,00)	16,00	22,00
JEREZ	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
JOVER	11,00	13,00	15,00	16,50	18,50	16,00	18,00	18,50	25,00	(4,50)	18,00	21,00
LATINO	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
LEVANTE	—	—	14,50	16,00	18,00	15,50	17,00	18,50	23,00	(4,50)	18,00	22,00
MADRID	11,50	14,00	15,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	19,50	(2,50)	18,00	21,00
MARCH	11,00	13,00	15,00	16,00	17,00	15,50	17,00	17,50	20,00	20,00	17,00	19,50
MAS SARDA	11,00	13,00	15,00	16,00	17,50	15,50	17,00	18,00	19,00	19,00	18,00	21,00
MASAVEU	10,50	12,50	14,50	17,00	18,00	17,00	18,00	19,00	22,00	22,00	18,00	22,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	15,00	17,00	18,00	18,50	(3,00)	17,00	18,00
MERIDIONAL	11,00	13,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,50	20,00	20,00	17,50	20,50
MURCIA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
NORTE	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
OESTE	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
PASTOR	11,00	13,50	14,50	16,50	18,50	15,50	17,00	18,00	18,00	24,00	15,50	20,00
PENINSULAR	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
PERFECTO CASTRO CANOSA	11,50	12,50	14,00	16,50	18,00	16,00	16,50	18,00	23,00	23,00	17,00	19,00
PRESTAMO Y AHORRO	11,00	12,75	14,50	15,00	17,50	15,00	16,50	17,50	18,00	18,00	17,50	20,00
PUEYO	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	15,00	16,50	17,00	20,00	20,00	18,00	22,00
SABADELL	11,00	13,00	14,50	15,50	17,00	16,00	17,50	18,00	17,00	(2,00)	17,00	19,50
SEVILLA	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
SIMEON	11,00	13,00	15,00	16,50	18,00	16,00	17,50	18,00	24,00	(4,00)	16,50	20,00
SDTO. BANQUEROS BARNA.	11,00	13,00	14,50	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	19,00	(2,50)	16,00	23,00
TOLEDO	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
TRELLES	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	18,00	(2,50)	17,50	19,50
VALENCIA	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	16,00	17,50	18,50	18,50	18,50	18,00	19,50
VASCONIA	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	17,50	18,00	19,50	24,50	24,50	18,00	22,00
VITORIA	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	17,50	21,00	(3,00)	17,50	22,00
ZARAGOZANO	11,00	13,00	15,00	16,00	16,00	15,50	17,00	17,50	22,00	22,00	17,00	21,00
<i>Media simple</i>	10,89	12,73	14,65	16,17	17,37	15,40	16,63	17,45	21,26	21,88	17,62	20,96
BANCOS INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
CATALAN DE DESARROLLO	11,50	14,00	15,50	17,50	19,00	16,50	18,00	19,00	19,50	(2,50)	18,00	21,00
DESARROLLO ECON. ESPAÑOL	12,00	14,50	16,50	17,50	19,50	16,50	18,00	18,50	20,00	(2,50)	17,50	21,00
EXPANSION INDUSTRIAL	11,00	13,50	15,00	17,00	18,00	15,50	17,00	18,50	23,00	23,00	19,00	22,00
FINANCIACION INDUSTRIAL	11,00	13,00	15,00	17,00	17,00	16,00	17,50	18,00	18,00	18,00	17,00	20,00
FINANZAS	11,00	13,00	15,00	16,00	17,50	16,00	17,00	18,00	22,00	22,00	17,00	22,00
FOMENTO	11,00	13,00	15,00	17,50	18,50	16,00	17,50	19,50	20,50	(2,50)	18,00	20,50
GRANADA	11,00	13,00	15,00	17,00	18,50	16,00	17,50	18,50	20,50	(2,50)	18,00	20,50
HISPANO INDUSTRIAL	—	—	16,00	16,25	—	16,00	17,50	—	18,50	(3,00)	18,00	22,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	11,00	13,25	15,00	16,00	17,50	16,00	17,25	18,00	20,00	20,00	18,00	21,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	10,00	12,00	14,00	15,00	15,50	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	21,00
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO.	10,50	12,50	14,50	16,50	18,00	15,50	17,00	18,00	23,00	23,00	17,00	21,00
INDUSTRIAL DEL SUR	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
INDUSTRIAL DEL TAJO	11,00	13,00	15,00	16,50	17,50	16,00	17,50	18,50	18,00	(2,00)	17,00	20,00
INTERCONTINENTAL ESPAÑOL	11,00	13,00	15,00	16,50	18,50	15,50	17,00	18,00	19,50	(3,00)	18,50	22,00

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

(continuación) 3

Vigentes a 30 de septiembre de 1983

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
NOROESTE	11,00	12,00	15,00	15,50	15,50	15,00	15,50	15,50	22,00	(4,00)	18,00	22,00
OCCIDENTAL	11,00	12,75	14,50	16,00	17,00	15,00	16,50	17,50	20,00	(4,00)	18,00	22,00
PEQUEÑA Y M. EMPRESA	11,00	13,00	14,50	15,50	18,00	15,00	17,00	18,00	18,00	(3,00)	18,00	20,00
PIRINEOS	11,50	14,50	16,00	17,50	19,00	17,50	18,00	20,00	23,00	(3,00)	19,00	20,50
POPULAR INDUSTRIAL	12,50	13,50	14,50	15,50	14,50	17,00	17,00	17,50	23,00	23,00	17,00	21,00
PROGRESO	12,00	14,00	15,00	16,00	17,00	15,00	17,00	17,50	20,00	20,00	17,50	20,00
PROMOCION DE NEGOCIOS	11,00	13,25	15,00	16,00	17,50	16,50	17,25	18,00	20,00	20,00	18,00	21,00
UNION	—	—	14,00	16,50	17,50	16,00	17,00	18,00	23,00	23,00	18,00	22,00
URQUIJO	11,50	13,50	15,50	16,50	17,00	16,50	18,00	18,50	22,00	20,00	18,00	21,00
<i>Media simple</i>	11,13	13,12	15,00	16,38	17,45	15,89	17,14	17,97	20,89	21,50	17,81	21,10
BANCOS EXTRANJEROS												
ALGEMENE BANK	—	—	—	—	—	—	—	—	23,00	23,00	18,00	22,00
AMERICA	13,00	14,50	16,50	18,00	18,00	18,00	18,50	18,50	28,00	(3,00)	17,50	20,00
ARABE ESPAÑOL	—	—	11,00	15,00	16,00	17,00	18,00	20,00	24,00	24,00	20,00	24,00
BANKERS TRUST	—	—	—	—	—	24,00	22,50	—	27,00	(4,00)	14,25	19,25
BARCLAYS BANK INTERNAC.	11,00	13,00	15,00	17,00	18,00	22,00	18,00	18,50	22,00	22,00	18,50	19,50
BRASIL	—	—	—	—	—	—	—	—	20,00	(3,00)	18,00	21,00
BRUXELLES LAMBERT	12,50	14,50	15,00	15,50	17,00	12,50	12,50	17,50	20,00	(2,50)	17,00	22,00
CITIBANK	26,00	25,38	25,00	21,75	—	25,00	21,75	—	28,00	(2,00)	—	—
COMMERZBANK	10,75	12,75	15,00	16,25	19,00	16,50	18,00	22,50	24,50	24,50	19,00	21,00
CONTINENTAL ILLINOIS	16,80	19,30	19,70	16,95	—	22,50	21,00	—	26,00	26,00	—	—
CREDIT LYONNAIS	—	—	12,50	14,50	15,50	17,00	19,00	20,00	22,00	(1,00)	19,00	21,00
CHASE MANHATAN BANK	—	—	23,75	23,75	—	23,50	23,50	—	26,50	(3,00)	—	—
CHEMICAL BANK	—	—	—	—	—	24,00	21,00	—	27,00	(3,00)	23,92	24,67
DEUTSCHE BANK	—	—	11,00	16,00	18,00	14,50	17,00	18,25	25,00	(0,75)	17,00	19,00
DRESNER BANK	22,45	—	21,65	17,85	—	22,75	21,70	—	25,00	25,00	—	—
ESTADO DE SAO PAULO	—	—	13,67	17,00	18,00	15,50	17,00	17,50	20,50	20,50	17,00	22,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	12,00	14,50	15,50	17,50	19,50	16,00	17,50	19,00	18,00	30,00	19,00	21,00
FIRST N. BANK OF CHICAGO	—	—	21,50	20,00	—	22,00	21,50	—	26,00	(4,00)	18,50	22,00
INDOSUEZ	11,00	13,00	14,00	15,50	17,00	15,75	16,50	18,00	20,00	20,00	15,00	20,00
LONDRES Y AMERICA DEL SUR ...	11,25	14,00	15,00	16,50	—	16,50	18,00	20,00	25,00	(3,00)	18,00	21,00
MANUF. HANNOVER TRUST	24,00	—	24,00	24,00	—	24,00	24,00	—	30,00	30,00	—	—
MIDLAND BANK	—	—	—	—	—	23,00	—	—	26,00	(3,00)	—	—
MORGAN GUARANTY	22,50	—	22,00	18,75	—	23,50	22,00	—	30,00	30,00	—	—
NACION ARGENTINA	11,00	13,50	14,50	16,50	17,50	15,00	17,00	18,00	19,00	21,00	16,00	21,00
NAT. WESTMINSTER BANK	—	—	24,00	21,75	—	24,88	22,50	—	27,00	(4,00)	—	—
NATIONALE DE PARIS	12,00	13,00	14,00	15,00	17,00	—	16,00	17,50	16,00	(1,00)	17,50	21,00
NAZIONALE DEL LAVORO	11,50	14,50	16,50	18,00	—	18,00	18,50	—	24,00	24,00	19,00	21,00
PARIBAS	—	—	15,50	17,50	—	15,50	16,50	18,00	25,00	(2,00)	18,00	22,00
ROMA	12,00	—	13,00	17,00	—	15,00	17,50	—	29,00	29,00	—	—
S.G.B. BANCO BELGA	—	—	22,00	21,00	20,00	24,00	21,50	22,00	26,00	(3,00)	19,00	25,00
SAUDIESPAÑOL	12,50	14,50	15,00	15,50	17,00	14,00	14,50	16,50	20,00	(2,50)	17,00	22,00
SOCIETE GENERALE	11,75	13,50	15,50	16,00	17,50	17,00	18,25	19,00	21,00	(2,00)	19,00	23,00
SUMITOMO BANK	—	—	—	—	—	20,40	18,75	—	25,00	(2,00)	—	—
TOKYO	—	—	—	—	—	22,75	21,75	—	23,00	(2,00)	—	—
<i>Media simple</i>	14,63	14,99	17,47	18,15	17,66	19,42	19,08	18,86	23,98	24,21	18,05	21,42
TOTAL BANCA PRIVADA												
<i>Media simple</i>	11,56	13,13	15,34	16,66	17,47	15,85	17,36	17,81	21,83	22,22	17,64	21,04

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

(continuación) 4

Vigentes a 30 de septiembre de 1983

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta./cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
CONFEDERACION ESPAÑOLA C. A.	—	—	12,00	17,00	19,00	15,50	16,50	19,50	17,00	(2,00)	14,25	20,00
ALAVA PROVINCIAL	—	—	13,00	14,00	15,00	14,00	14,00	14,00	19,00	19,00	14,00	22,00
ALBACETE	—	—	10,00	14,00	14,00	14,00	15,00	15,00	16,00	(3,00)	14,50	19,00
ALICANTE PROVINCIAL	10,00	11,00	12,00	15,00	17,00	15,00	15,00	15,00	17,00	(4,00)	16,00	20,00
ALICANTE Y MURCIA	—	—	14,00	16,50	19,00	14,00	14,00	14,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
ALMERIA	—	—	12,00	16,00	—	15,00	16,50	17,50	20,50	(4,00)	16,00	21,00
ANTEQUERA	—	—	11,00	15,00	17,00	12,00	14,00	16,00	21,00	(2,00)	16,00	20,00
ASTURIAS	11,00	13,00	14,00	16,50	18,50	14,00	14,00	14,00	20,00	(4,00)	14,00	20,00
AVILA MONTE	—	—	11,00	16,00	19,00	13,00	14,00	15,00	17,50	(5,00)	16,00	20,00
AVILA PRESTAMOS	—	—	12,00	13,00	15,00	14,00	14,50	15,00	16,00	(3,00)	15,00	19,00
BADAJOS	—	—	11,00	15,00	20,50	12,00	15,00	16,00	18,00	(4,00)	16,00	18,00
BALEARES	—	—	9,00	14,25	14,75	11,50	11,50	11,50	19,00	(4,00)	14,50	19,50
BARCELONA MONTE	11,00	13,00	14,50	16,50	18,50	15,50 ^(b)	16,00 ^(b)	16,25 ^(b)	19,50	19,50	15,50	19,50
BARCELONA PENSIONES	11,00	12,00	13,00	14,00	15,00	13,00	14,00	15,00	22,00	(2,00)	16,00	20,00
BILBAO MUNICIPAL	—	—	10,00	15,00	13,00	12,50	13,00	14,50	17,00	(3,00)	12,50	20,00
BILBAO VIZCAINA	10,00	10,50	11,00	13,00	14,00	12,00	13,00	14,00	18,00	(2,00)	14,00	19,00
BURGOS C.C.O.	10,50	—	11,50	14,00	15,50	11,50	13,00	14,00	13,00	(2,00)	14,00	17,00
BURGOS MUNICIPAL	—	—	11,50	14,00	15,50	11,50	13,00	14,00	13,00	(2,00)	14,00	17,00
CACERES	—	—	11,00	15,00	18,00	12,00	14,50	16,00	20,00	(2,00)	15,00	20,00
CADIZ	—	—	11,50	14,00	15,00	11,50	14,00	15,00	23,00	(4,00)	16,00	19,00
CARLET	—	—	9,00	—	—	14,00	14,00	14,00	20,00	(3,00)	14,00	20,50
CASTELLON	—	—	10,00	16,50	18,00	10,00	13,50	16,00	19,00	(3,00)	15,00	19,00
CATALUÑA	—	—	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	15,50	19,50	(2,00)	15,50	19,50
CEUTA	—	—	12,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	19,00	20,00	15,00	17,00
CORDOBA MONTE	—	—	9,00	14,00	16,00	12,50	14,00	16,00	14,00	19,00	12,50	19,00
CORDOBA PROVINCIAL	—	—	9,00	16,50	—	11,00	16,00	17,00	20,00	20,00	18,50	18,50
CUENCA	—	—	11,00	14,00	16,00	13,00	14,00	16,00	18,00	(3,00)	16,00	20,00
GALICIA	11,00	13,00	14,00	16,00	16,00	14,00 ^(b)	14,75 ^(b)	15,75 ^(b)	20,00	(2,00)	14,00	19,00
GERONA	10,50	13,00	14,50	16,00	17,00	14,00	15,00	16,00	20,00	20,00	15,00	19,00
GRANADA MONTE	—	—	10,00	16,00	18,00	12,50	14,00	15,50	20,00	(3,00)	17,00	20,00
GRANADA PROVINCIAL	—	—	9,00	16,00	18,00	12,50	14,00	15,50	18,50	(2,00)	13,00	20,00
GUADALAJARA	—	—	12,00	13,50	14,00	14,00	16,00	16,50	19,00	(4,00)	16,50	19,50
GUIPUZCOA PROVINCIAL	10,00	12,50	14,00	15,50	17,00	13,00	13,50	14,00	18,00	(2,00)	14,00	19,00
HUELVA	—	—	11,00	15,00	15,50	14,00	15,00	16,00	18,00	(2,00)	16,50	19,50
JAEN	11,00	12,00	13,50	16,50	18,50	13,00	15,00	16,00	19,00	19,00	18,00	20,00
JEREZ	—	—	11,00	14,50	15,00	12,00	14,00	15,00	20,00	(2,00)	15,00	19,00
LEON	10,50	12,00	13,00	15,00	17,00	13,00	14,50	15,00	19,00	(4,00)	16,00	19,00
MADRID	10,00	13,00	14,50	15,00	16,00	13,00	13,00	13,50	18,00	(4,00)	13,50	18,00
MALAGA	—	—	11,00	14,00	16,00	12,00	15,00	17,00	22,00	(4,00)	12,00	20,00
MANLLEU	9,00	11,00	13,00	15,00	15,00	—	12,00	14,00	22,50	22,50	15,50	19,50
MANRESA	—	—	10,00	15,00	16,00	14,00	15,00	16,00	20,00	(3,00)	16,50	20,50
MATARO LAYETANA	11,00	11,00	14,00	15,00	15,00	15,00	13,25	15,00	23,00	23,00	14,50	20,00
MURCIA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	13,00	15,00	16,00	20,00	(3,00)	16,00	19,00
ONTENIENTE	9,00	10,00	11,00	14,00	16,00	13,00	14,00	15,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
ORENSE	—	—	11,00	16,00	17,00	14,00	14,00	15,00	18,00	(1,50)	16,00	21,00
PALENCIA MONTE	—	—	—	—	—	13,00	15,00	16,00	18,00	—	16,00	20,00
PALENCIA PRESTAMOS	—	—	14,50	17,00	18,00	15,00	16,00	18,00	17,00	(2,00)	15,00	18,00
LAS PALMAS GRAN CANARIA	10,00	13,00	14,00	17,00	18,00	14,00	14,00	16,00	22,00	(2,00)	16,00	20,00
PAMPLONA MUNICIPAL	—	—	10,00	12,00	14,00	12,00	12,00	12,00	15,00	(3,00)	12,00	20,00
PAMPLONA NAVARRA	—	—	11,00	12,00	12,00	12,00	12,00	12,00	19,50	16,00	12,00	21,00

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

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

(continuación) 5

Vigentes a 30 de septiembre de 1983

CAJAS DE AHORRO	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-1-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/ccto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-1-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
	PLASENCIA	—	—	12,00	14,00	17,00	—	16,00				
POLLENSA	—	—	—	—	—	15,00	16,00	17,00	22,00	—	17,00	19,00
PONTEVEDRA	—	—	9,50	17,00	17,25	16,00	16,00	16,00	22,00	(2,00)	16,00	19,50
RIOJA	11,00	13,00	14,50	17,00	18,50	14,00	15,50	16,00	18,00	(4,00)	15,50	23,00
RONDA	11,50	12,50	14,00	15,00	18,00	12,00	15,00	18,00	15,00	20,00	12,00	20,00
SABADELL	—	—	11,00	15,00	16,00	15,50	15,50	15,50	21,00	(3,00)	12,00	19,50
SAGUNTO	—	—	11,00	17,00	19,00	14,00	14,00	15,00	18,00	(3,00)	15,00	19,00
SALAMANCA	—	—	10,00	14,00	15,00	13,00	13,00	13,00	19,00	(4,00)	13,00	19,00
SAN SEBASTIAN MUNICIPAL	—	—	9,00	16,00	17,00	13,00	13,50	14,00	18,00	(2,00)	14,00	18,00
SANTA CRUZ DE LA PALMA	10,00	13,00	14,00	17,00	18,00	15,00	17,00	18,00	18,00	(2,00)	15,00	19,00
SANTA CRUZ DE TENERIFE	10,00	13,00	14,00	15,50	16,50	—	16,60	16,60	16,25	(1,50)	14,50	20,00
SANTANDER	—	—	10,00	10,00	10,00	13,00	13,00	13,00	18,00	(2,00)	13,00	18,00
SEGORBE	—	—	11,00	15,00	17,00	12,00	12,00	12,00	19,00	19,00	16,00	19,00
SEGOVIA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,00	14,00	15,00	16,00	19,00	(3,00)	16,00	19,00
SEVILLA MONTE	—	—	10,00	14,00	15,00	12,00	14,00	15,00	16,00	(4,00)	15,00	19,00
SEVILLA SAN FERNANDO	—	—	11,00	16,00	18,00	12,00	14,00	16,00	17,00	(5,00)	15,00	19,50
SORIA	—	—	11,00	17,50	18,50	14,00	15,00	17,50	18,00	(4,00)	15,00	19,00
TARRAGONA	12,00	13,00	14,00	16,00	16,00	14,00	12,00	14,00	22,00	(5,00)	16,50	20,00
TARRASA	11,00	13,00	14,50	16,50	17,50	14,50	16,00	16,50	19,50	19,50	16,50	19,50
TOLEDO	—	—	11,00	18,50	—	15,00	15,00	15,00	19,00	(3,00)	15,00	18,50
TORRENTE	—	—	10,00	14,00	16,00	14,00	14,50	15,00	19,50	(1,50)	15,00	19,50
VALENCIA	—	—	9,00	14,00	15,00	14,00	14,00	15,00	19,00	19,00	14,00	19,00
VALENCIA PROVINCIAL	10,00	12,50	14,50	16,00	17,00	14,50	14,75	15,25	19,50	(3,00)	16,00	20,00
VALLADOLID POPULAR	—	—	11,50	15,00	17,00	12,00	12,00	16,00	18,00	(3,50)	15,00	19,00
VALLADOLID PROVINCIAL	—	—	11,00	14,00	17,50	12,00	12,00	16,00	19,00	(4,00)	12,00	18,50
VIGO	9,00	12,00	13,00	14,50	16,00	15,05	16,12	17,21	22,00	22,00	17,21	22,16
VILLA FRANCA DEL PENEDES	10,50	12,50	13,50	15,00	17,00	12,00	12,00	15,00	19,00	(3,00)	15,00	20,75
VITORIA CIUDAD	—	—	9,50	14,50	—	15,00	15,00	15,00	21,00	(2,00)	15,00	19,00
ZAMORA	—	—	11,00	13,50	16,00	12,00	14,00	16,00	19,00	(5,00)	16,50	20,00
ZARAGOZA ARAGON Y RIOJA	11,00	13,00	14,50	16,00	17,50	13,00	14,00	15,50	20,00	(4,00)	15,50	19,00
ZARAGOZA INMACULADA	—	—	11,00	15,00	17,00	12,00	14,50	15,00	18,00	(4,00)	15,50	19,50
CAJA POSTAL	—	—	—	—	—	—	15,00	15,00	18,00	(2,00)	16,50	18,00
<i>Media simple</i>	10,48	12,35	11,84	15,12	16,46	13,32	14,32	15,36	18,86	19,91	15,02	19,48

(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»
10/83 de 20 de septiembre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado, interior y amortizable. Obligaciones del Estado.	29 septiembre. 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.

AGUSTIN MARAVALL

THE TRANSMISSION OF DATA NOISE INTO POLICY NOISE IN MONETARY CONTROL—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8308

En un trabajo anterior, Maravall y Pierce analizaron las revisiones en las series de oferta monetaria y estudiaron la frecuencia con que la medición preliminar proporciona una indicación errónea de si el crecimiento se ajusta o no a los objetivos. El error en el dato preliminar resultó ser muy elevado y era debido fundamentalmente a las revisiones en los factores estacionales. De hecho, aun cuando mejoras en la desestacionalización reducen el tamaño del error a la mitad, éste sigue siendo considerablemente grande.

En este trabajo, se analiza hasta qué punto el error en la medición preliminar afecta a la política monetaria. Se concluye que, a pesar de su tamaño, este error tiene poco efecto sobre la fijación de los objetivos a corto plazo. La evidencia indica que la desviación con respecto al objetivo que indica la medición preliminar no se compensa plenamente y que de hecho se realiza una separación entre señal y ruido. Concretamente, para una desviación con respecto al objetivo de una unidad, un tercio representa ruido transitorio que se ignora, un tercio desviación asociada con movimientos inesperados de oferta, que se compensan, y un tercio desviación asociada con movimientos inesperados de demanda, que se acomodan.

El análisis incluye algunos resultados econométricos sobre modelos con errores en las variables. En concreto, se demuestra cómo, desde el punto de vista de la predicción (fuera y dentro de la muestra), la presencia de errores en las variables tiene poca importancia ya que, asintóticamente, el error en los datos compensa la inconsistencia de los parámetros.

AGUSTIN MARAVALL

DEPRESION, EUFORIA Y EL TRATAMIENTO DE SERIES MANIACO-DEPRESIVAS: EL CASO DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8309

El trabajo ilustra cómo, con el «software» actualmente disponible en los servicios de estudios de organismos de política económica, es posible mejorar sensiblemente la labor de seguimiento rutinario de las series mensuales de interés.

La serie de exportaciones totales presenta las características siguientes: Las tasas de crecimiento de la serie desestacionalizada son prácticamente inutilizables, debido a la magnitud de la variación estacional y a la imprecisión con que ésta se mide, en virtud de su carácter cambiante. Además el componente irregular es considerablemente importante e induce un comportamiento disparatadamente errático. En este caso, interesará una medida que evolucione de forma más suave y que se estime con más precisión. Buscamos, pues, una tendencia que elimine de la serie el componente estacional y el irregular (ruido blanco).

Puesto que el seguimiento implica, por un lado, la estimación de cuál está siendo la evolución de la serie y, por otro, la predicción de hacia dónde ésta se dirige, es conveniente que ambas operaciones se deriven del mismo modelo, de modo que sean consistentes entre sí y con la propia serie. Consideramos, pues, métodos de estimación de componentes basados en el mismo modelo ARIMA que se utiliza en la predicción. El trabajo ilustra un resultado de interés general: variaciones relativamente pequeñas en la especificación ARIMA pueden afectar fuertemente a la descomposición de la serie. Así, modelos que difieren muy poco en términos de los residuos estimados o de las predicciones que gene-

ran, pueden producir componentes que se comportan de manera muy distinta. En consecuencia, cuando interesan los componentes de una serie, los criterios de identificación usuales del análisis Bos-Jenkins pueden ser inadecuados. Por ejemplo, modelos no-parsimoniosos (o sobreparametrizados) pueden mejorar sensiblemente la estimación de los componentes, sin afectar apenas a la predicción.

Para el caso de las exportaciones, el seguimiento mensual puede resumirse, de manera relativamente eficiente, en la información contenida en tres números, cuyo cálculo es instantáneo. Primero, el error cometido en la predicción del último mes, que detecta sucesos anormales o cambios en la estructura de la serie. Segundo, la tendencia, que indicará cuál está siendo la evolución subyacente de la serie en el presente. Tercero, la predicción actualizada para el año, que detectará desviaciones con respecto al objetivo.

Así, por ejemplo, la evolución de la serie a lo largo de 1983, a pesar de los grandes saltos de un mes a otro, resulta relativamente normal. Los residuos no presentan ningún valor atípico y la tendencia evoluciona de forma razonable, a niveles cercanos a los históricos. La predicción del crecimiento de 1983 sobre 1982 evoluciona también del mismo modo y ambas estimaciones justifican una expectativas ligeramente optimistas.

