

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

noviembre 1983

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- Ø Referido a datos anuales (1970 Ø) o trimestrales indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m.m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)) indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M₁ Oferta Monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M₂ M₁ + Depósitos de ahorro.
- M₃ Disponibilidades líquidas = M₂ + Depósitos a plazo.
- T₁¹ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T₁³ Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestr. $\left[\left(\frac{\text{Feb}+\text{Mar}+\text{Abr}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con un mes y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T₃³ Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr}+\text{May}+\text{Jun}}{\text{Ene}+\text{Feb}+\text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$. Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T₁₂¹ Tasa interanual de variación de una serie de datos mensuales $\left[\frac{\text{Ene}_t}{\text{Ene}_{t-1}} - 1 \right] 100$. Centrada con seis meses de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.

Advertencias

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

Indice

Página

4	Evolución monetaria internacional
9	Evolución monetaria
15	Sector público
19	El comercio exterior de España: su distribución por productos y mercados
30	Estimaciones recientes de la demanda de disponibilidades y activos líquidos del público
34	Regulación financiera: tercer trimestre de 1983
39	Información del Banco de España
40	Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en octubre de 1983.
42	Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
43	Publicaciones recientes del Banco de España
45	Indicadores económicos

Evolución monetaria internacional

Durante el período comprendido entre el 17 de octubre y el 18 de noviembre, el dólar USA cobró de nuevo una cierta fortaleza, que le llevó a apreciarse un 0,9 % en términos de derechos especiales de giro (DEG) (1). Frente a cada una de las principales monedas, con excepción de la libra esterlina y el yen japonés, la apreciación del dólar USA fluctuó entre el 2,5 % y el 3 %. Respecto a la libra esterlina, la divisa americana se apreció un 1,5 %, mientras que, en relación al yen, el alza del dólar USA se situó por debajo del 1 %. Por lo que se refiere a la evolución de la moneda japonesa, hay que destacar la influencia que, al final del período, pudieron ejercer los acuerdos entre las autoridades monetarias de ambos países, dirigidos a acentuar el carácter de moneda de reserva de la divisa japonesa.

Esta evolución global, sin embargo, no refleja con exactitud la erraticidad que caracterizó el comportamiento de los mercados en las cinco semanas que forman el período de análisis. En efecto, dentro de una tendencia general alcista del dólar USA, las cotizaciones se movieron en dientes de sierra, alternándose los momentos de debilidad con otros de estabilidad o, incluso, fortaleza. Aunque tales fluctuaciones han sido de naturaleza modesta, no dejan por ello de apuntar hacia un recrudecimiento del grado de incertidumbre que viene afectando desde el pasado año la evolución de los mercados cambiarios, circunstancia que, a juicio de muchos analistas, estaba a punto de desaparecer para dar paso a un período de debilidad de la divisa americana, sobre todo a partir de la intervención concertada de los bancos centrales, a finales de julio de este año.

No es fácil, por lo tanto, determinar los factores que han condicionado la evolución de los mercados durante el período objeto de comentario. Por un lado, cabe atribuir cierta responsabilidad al aumento de la inestabilidad política internacional que, como ya ha sucedido en otras ocasiones, ha podido propiciar movimientos de capital hacia el dólar USA en busca de refugio. Por otro lado, y dentro de los factores de orden económico, no puede ignorarse la extremada sensibilidad que la cotización del dólar ha venido mostrando respecto a las variaciones de los agregados monetarios americanos y, más concretamente, a las referidas a la magnitud conocida como M_1 . En este sentido, el comportamiento errático de dichos agregados a lo largo del período y su incidencia sobre las expectativas de los operadores explicarían, en parte, la diferente orientación del mercado durante el mismo.

(1) Mientras no se señale otra cosa, para medir las variaciones en la cotización de las monedas se utilizan valores medios semanales.

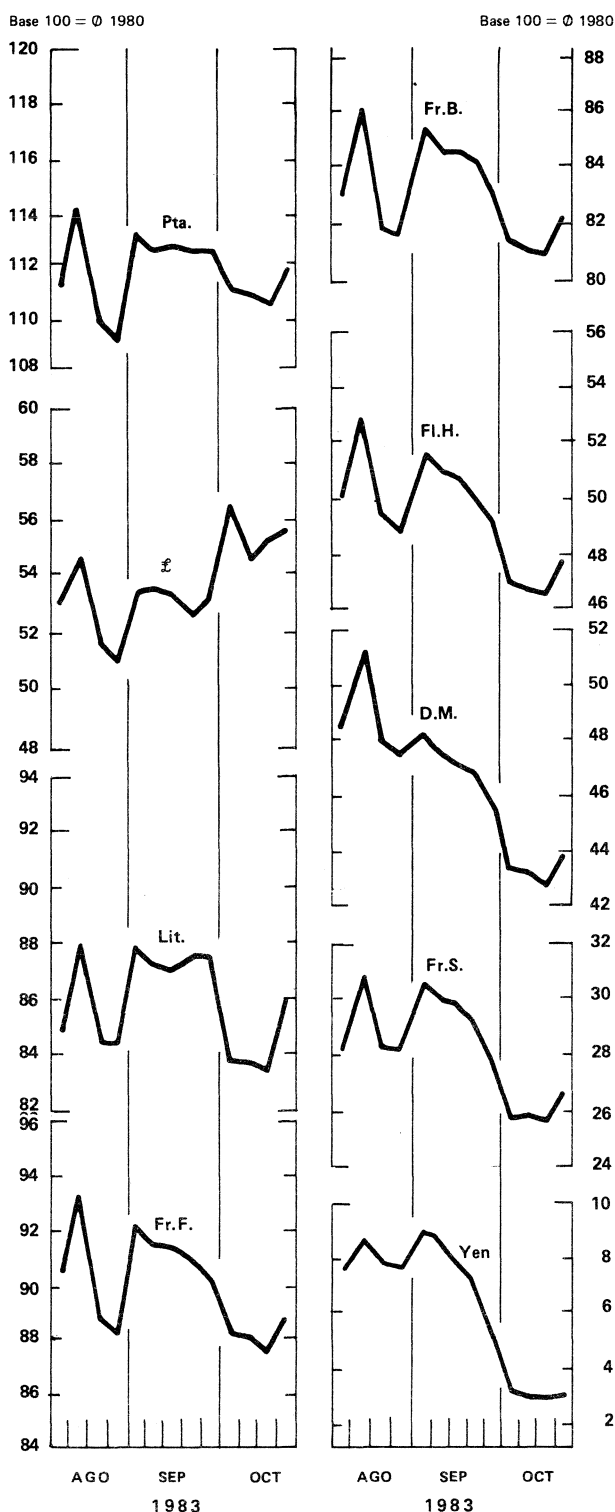
Otro factor, por último, del que ha podido derivarse el incremento de la incertidumbre que caracteriza, fundamentalmente, la situación actual, es la falta de uniformidad de las previsiones acerca de la dirección que pueden tomar en 1984 los tipos de interés americanos a corto y medio plazo. En efecto, las fuerzas básicas que determinan la evolución general de los tipos de interés —el ritmo de actividad económica, la tasa de inflación y el déficit público, entre otros— están enviando señales que permiten diferentes interpretaciones. En este sentido, el argumento más utilizado por quienes apuestan a favor de una disminución en los tipos de interés americanos se basa en la creencia de que estos no pueden mantenerse altos sin poner en peligro la propia recuperación que la economía americana experimenta en la actualidad. Este argumento, sin embargo, no se corresponde con el hecho de que durante 1983 han coexistido en Estados Unidos tipos de interés elevados y un fuerte ritmo de expansión económica —el PNB americano durante el tercer trimestre de este año creció a una tasa anual del 7,9 %—. Debe considerarse, por tanto, la posibilidad de que estas altas tasas de crecimiento, junto con la elevada productividad y capacidad de adaptación de las empresas norteamericanas, estén generando elevados excedentes empresariales, con la consiguiente reducción de las necesidades de financiación externa de las mismas. Lo que, en definitiva, redundaría en una menor incidencia de la evolución de los tipos de interés sobre el proceso de recuperación de la economía americana.

La evolución del déficit público es tal vez el argumento más conocido de los que apuestan por un mantenimiento de los tipos de interés americanos en 1984 ó, incluso, por su elevación al finalizar dicho año. De acuerdo con esta postura, mientras que el déficit presupuestario federal norteamericano se mantenga o se amplíe, y si no se modifican los actuales planteamientos de la política monetaria, los tipos de interés de ese país no podrán descender, especialmente si a la presión ejercida sobre los mercados monetarios internos por las necesidades de financiación del sector público se añade la derivada de la recuperación de la actividad del sector privado.

En otro orden de cosas, hay que destacar las posibles repercusiones que sobre el futuro inmediato de la cotización del yen japonés pueden ejercer los acuerdos firmados entre las autoridades japonesas y norteamericanas con el propósito de estimular la colocación en los mercados internacionales, especialmente a corto plazo, de activos denominados en yens. El aumento del papel de la divisa japonesa como moneda de reserva, hasta ahora muy reducido con el beneplácito de sus autoridades, redundaría en un fortalecimiento de su

1. Cotización al contado del dólar (¤)

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



cotización, cuyo nivel actual, a juicio de muchos operadores, no se corresponde con la fortaleza y agresividad exterior de su economía. De hecho, la baja cotización del yen frente al dólar USA obedece a que los efectos alcistas del enorme superávit que registra la balanza de pagos japonesa por cuenta corriente se ven compensados por una salida neta de capitales favorecida por la reciente liberalización del control de cambios en Japón.

Las tensiones comerciales que se han producido entre Japón y sus competidores —especialmente Estados

1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 14 al 18 de noviembre de 1983

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 10-14 OCT 1983	Respecto última semana 1982
Dólar USA	1,05	0,86	4,91
Yen japonés	247,60	0,30	4,98
Franco suizo	2,28	-1,83	- 3,38
Libra esterlina	0,71	-0,62	- 3,83
Marco alemán	2,82	-2,32	- 7,14
Franco belga	57,26	-1,89	-10,01
Florin holandés	3,16	-1,92	- 8,14
Franco francés	8,58	-1,52	-13,50
Lira italiana	1.707,07	-1,83	-11,57
Peseta	162,45	-1,05	-14,68

(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 10-14 OCT 1983	Respecto última semana 1982
Yen japonés	234,65	-0,89	- 0,13
Franco suizo	2,16	-2,62	- 7,70
Libra esterlina (b)	1,48	-1,48	- 8,05
Marco alemán	2,68	-3,03	-11,40
Franco belga	54,39	-2,82	-14,36
Florin holandés	3,00	-2,91	-12,40
Franco francés	8,14	-2,42	-17,54
Lira italiana	1.621,05	-2,63	-15,65
Peseta	154,42	-2,21	-18,67

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

(b) En dólares USA por unidad nacional.

Unidos, su principal mercado— están en la raíz de estos acuerdos que pretenden facilitar la utilización, la accesibilidad y el atractivo del yen en los mercados internacionales de capital. Algunas de las medidas que se han barajado como posibles en esta dirección se concretan en la creación de un mercado internacional de bonos del Tesoro japonés, la apertura a los no residentes del mercado de papel comercial, la creación de un mercado de aceptaciones bancarias, la concesión de mayor flexibilidad a la negociación y plazo de los certificados de depósito y el apoyo al uso del yen como moneda de pago en el comercio internacional.

En lo referente al Sistema Monetario Europeo (SME), cabe señalar la fortaleza del franco francés, que ocupó el puesto más alto de las monedas del Sistema durante todo el período. En esta evolución, ha ejercido, sin duda, una influencia decisiva el restablecimiento de la balanza de pagos francesa por cuenta corriente, mejora que se ha producido antes y con mayor intensidad de lo que gran parte de los observadores preveía. Por otra parte, el fortalecimiento del dólar USA continúa favoreciendo la ausencia de tensiones dentro del SME, lo que se manifiesta en un estrechamiento de las desviaciones entre las monedas integrantes, con excepción del franco belga, que ocupa la última posición.

Respecto al mercado del oro, durante el período se ha producido una caída espectacular en su cotización, que llegó a alcanzar los niveles más bajos desde 1982. Rumores acerca de ventas masivas por parte de determinados países han condicionado la evolución de las cotizaciones del oro a la baja, habiéndose situado el precio de la onza, el 18 de noviembre, por debajo de los 376 dólares, frente a un valor de 397,25 \$/onza, el 17 de octubre.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

La paulatina distensión que viene experimentando el mercado de la peseta desde el mes de agosto se ha mantenido durante las cinco semanas comprendidas entre el 17 de octubre y el 18 de noviembre últimos. Dicho fenómeno se ha reflejado en el mercado al contado, a través, básicamente, de dos manifestaciones. Por un lado, una apreciación del dólar USA frente a la peseta, inferior a la registrada por la divisa americana en relación a las demás monedas, con excepción del yen japonés. Y, en segundo término, la intervención netamente compradora que realizaron las autoridades monetarias en dicho mercado.

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

Semana del 14 al 18 de octubre de 1983

	Semana 10-14 OCT 1983	Ultima semana de 1982	Semana 6-12 DIC 1982 (b)
Dólar USA	-2,21	-18,67	-17,22
Yen japonés	-1,24	-18,48	-20,14
Franco suizo	0,57	-11,76	-13,20
Marco alemán	1,00	- 8,07	- 8,58
Franco belga	0,77	- 4,90	- 5,40
Florin holandés	0,86	- 7,03	- 7,12
Franco francés	0,36	- 1,23	- 1,83
Libra esterlina	0,66	-11,48	- 9,37
Lira italiana	0,58	- 3,44	- 4,29
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- Mundo	-1,03	-13,06	-12,34
- Países desarrollados	-0,17	- 8,91	- 8,78
- CEE	0,46	- 5,56	- 5,68

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

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

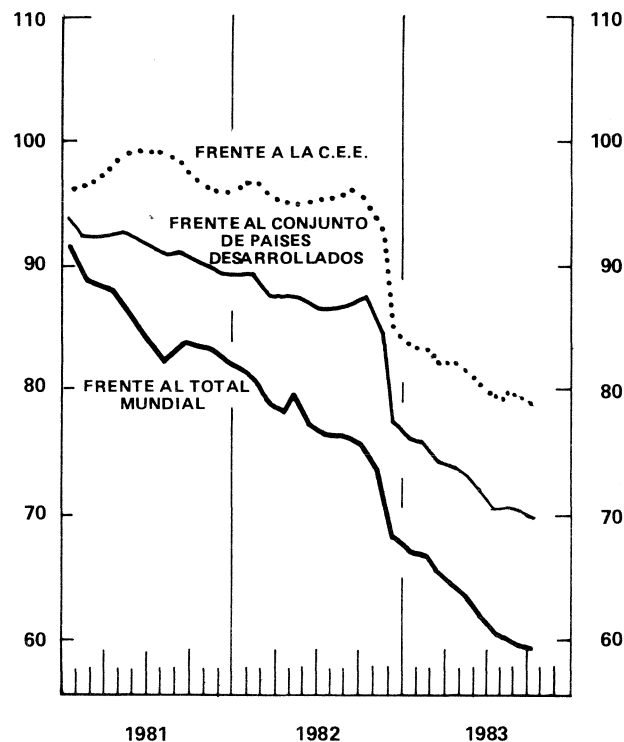
Como consecuencia de lo primero, el tipo de cambio al contado de la peseta se depreció un 2,2 % frente al dólar USA y algo más de un 1 % frente al yen japonés, mientras que se apreciaba entre un 0,5 % y un 1 % en relación a las monedas europeas. Fruto de estas variaciones fue la práctica estabilización, durante el período, del valor medio efectivo de la peseta frente a las monedas que se cotizan en España, mientras que el índice frente al mundo registraba una depreciación del 1 % y se apreciaba respecto al Mercado Común en casi un 0,5 %. Esta evolución sitúa la depreciación del tipo de cambio medio efectivo nominal de la peseta, durante el tiempo transcurrido desde principios de año, por encima del 13 % frente al total mundial, cerca del 9 % respecto a las monedas que se cotizan en el mercado español, y alrededor del 5,5 % frente a la CEE.

La depreciación de la peseta a lo largo de este año ha sido, por lo tanto, bastante superior a la ampliación experimentada en el diferencial de precios entre España y el resto del mundo. Ello ha redundado en una depreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta, que, de acuerdo con las estimaciones del Servicio de Estudios, podría situarse, en la primera quincena de noviembre y si se mide con los precios al consumo, alrededor del 7 % frente a los países desarrollados y del 4,5 % frente al Mercado Común. La gran imprecisión teórica y metodológica de estos índices obliga, no obstante, a utilizar otras referencias y, en este sentido, si se calcula el tipo de cambio efectivo real de la peseta utilizando índices de precios industriales, su evolución es algo diferente de la que acaba de cifrarse. En efecto,

2. Índice del tipo de cambio efectivo de la peseta (2)

Base 100 = 0 1980

Base 100 = 0 1980



medido con precios industriales, el índice del tipo de cambio efectivo real de la peseta estimado (1) para la primera quincena de noviembre registra un valor frente a los países desarrollados similar al de finales del pasado año y apreciado en un 2,7 % en relación al Mercado Común.

Como ya se ha señalado anteriormente, la intervención del Banco de España en el mercado al contado fue compradora en términos netos, habiendo contribuido a un aumento de las reservas de divisas de 288,8 millones de dólares en el mes de octubre. Tras ello, el valor de las reservas españolas al término de dicho mes se situaba en 11.029,8 millones de dólares, lo que supone una disminución de 499,9 millones de dólares respecto al saldo final de 1982. Esta caída es todavía inferior si se incluye la evolución registrada en los primeros diecio-

(1) La previsión de precios industriales relativos está mucho más distante del último dato definitivo que la de precios al consumo. En el primer caso, hay cinco meses y medio de desfase entre uno y otro, mientras que en el segundo sólo hay dos meses y medio.

cho días de noviembre, durante los cuales las compras netas de divisas de la autoridad monetaria en el mercado al contado superaron los 300 millones de dólares.

Como ya se comenta en el capítulo correspondiente de este Boletín, la disminución de las tensiones en el mercado exterior de la peseta ha permitido a las autoridades la instrumentación de una política monetaria algo más relajada. De esta forma, el diferencial descubierto entre los tipos de interés a un mes de la peseta y el eurodólar disminuyó, durante el periodo objeto de análisis, desde una media del 14,2 % en la primera semana a otra del 12,3 % en la última. Esta evolución se ha reflejado en el tipo de cambio a plazo de la peseta, que se depreció frente al dólar USA en menor medida que el cambio al contado. Así, la cotización media a un mes pasó de 152,5 ptas/\$ a 155,9 ptas/\$ entre ambas fechas, generando una disminución del descuento medio de la peseta para ese plazo del 14,6 % al 11,5 %, en tasas anuales.

26-XI-1983.

Evolución monetaria

En el mes de octubre, se registró una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios, inducida por una moderación del crecimiento del déficit de caja de las administraciones públicas. El sector privado y el sector exterior, por el contrario, contribuyeron de forma expansiva al crecimiento de las disponibilidades líquidas. El avance de la cantidad de dinero, no obstante, fue superior a la senda de expansión que había marcado como referencia la autoridad monetaria.

Las tensiones que se manifestaron en los mercados monetarios, durante la primera decena, indujeron al Banco de España a instrumentar, a partir de la segunda decena, una política de oferta de liquidez menos restrictiva, dirigida a impedir nuevas alzas en los tipos de interés a corto plazo. Los tipos de interés del mercado interbancario, a pesar del descenso que manifestaron durante la tercera decena de octubre, alcanzaron niveles superiores a los registrados en el mes de septiembre, y también se produjeron elevaciones en el coste del crédito y en los tipos de rendimiento de los activos de renta fija a medio y largo plazo en el mercado secundario. Pese a ello, puede afirmarse que las condiciones de coste y disponibilidad de los recursos de capital en los mercados financieros interiores mostraron una cierta distensión en relación a los niveles alcanzados en la primavera y en la primera parte del verano de 1983. La evolución más favorable de las transacciones exteriores y la situación de los mercados financieros internacionales han dotado de una mayor autonomía a la autoridad monetaria.

A pesar del comportamiento coyuntural más pausado del mes de octubre, la evolución acumulada en el transcurso del año y las perspectivas del déficit público, con el aumento consiguiente de las cargas financieras, están condicionando de una manera creciente la instrumentación de la política monetaria, limitando la capacidad del Banco de España para controlar la oferta de activos de caja, de forma regular y ordenada.

El desarrollo de estos dos condicionamientos —suavización de la restricción exterior y endurecimiento de la restricción impuesta por la financiación del sector público— ha determinado la evolución en los mercados monetarios durante el período más reciente, en el que, en torno a una tendencia de distensión gradual, se registra un comportamiento más errático de los tipos y de las condiciones negociadas.

Los agregados monetarios

En el mes de octubre, tanto el efectivo en manos del público como los depósitos del sistema bancario expe-

rimentaron una disminución en su ritmo de crecimiento, alcanzando tasas, en términos intermensuales, del 7,6 % y 14,6 %, respectivamente. El ritmo de avance de los depósitos de la banca (15 % en T_1^1) fue superior al de los depósitos de las cajas de ahorros (13,6 % en T_1^1), a pesar de que los primeros fueron los que registraron una mayor desaceleración con respecto al mes anterior.

Las disponibilidades líquidas crecieron un 13,7 % en términos de T_1^1 , y su expansión, durante los diez meses transcurridos de 1983, se situó en el 12,6 %, en términos anuales.

El agregado de activos líquidos en manos del público experimentó una desaceleración similar a la registrada por M_3 (unos siete puntos porcentuales en términos de tasa intermensual). Con ello, su tasa de avance a lo largo del período enero-octubre se estima situada en torno al 16 %, en términos anuales.

La caída de la tasa de avance de las disponibilidades líquidas fue originada por el descenso en el ritmo de crecimiento de la apelación del sector público a los fondos del sistema crediticio. Durante el mes de octubre, disminuyó la tasa de expansión del déficit de caja, y, además, una parte de las necesidades financieras públicas se atendió con la emisión de deuda colocada mediante subasta entre inversores no bancarios.

El sector exterior contribuyó de forma positiva al avance de la cantidad de dinero, al registrarse un incremento de los activos frente a no residentes del Banco de España, que, probablemente, no se vio compensado por un deterioro de la posición exterior del sistema bancario. La mejora que viene registrándose en la liquidación de los intercambios exteriores por cuenta co-

rriente y la influencia ejercida por las condiciones relativas en los mercados monetarios interiores y exteriores fueron los factores determinantes del aumento de las reservas exteriores que se experimentó durante el período considerado.

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

A partir de un conjunto de informaciones provisionales, se ha estimado que la financiación otorgada por el sistema crediticio a los sectores internos de la economía mostró una suave desaceleración durante el mes de octubre. La tasa de crecimiento del crédito interno se situó por debajo de la que evidenciaron los pasivos monetarios, y, como contrapartida, se produjo una mejora de la posición del sistema crediticio frente al exterior.

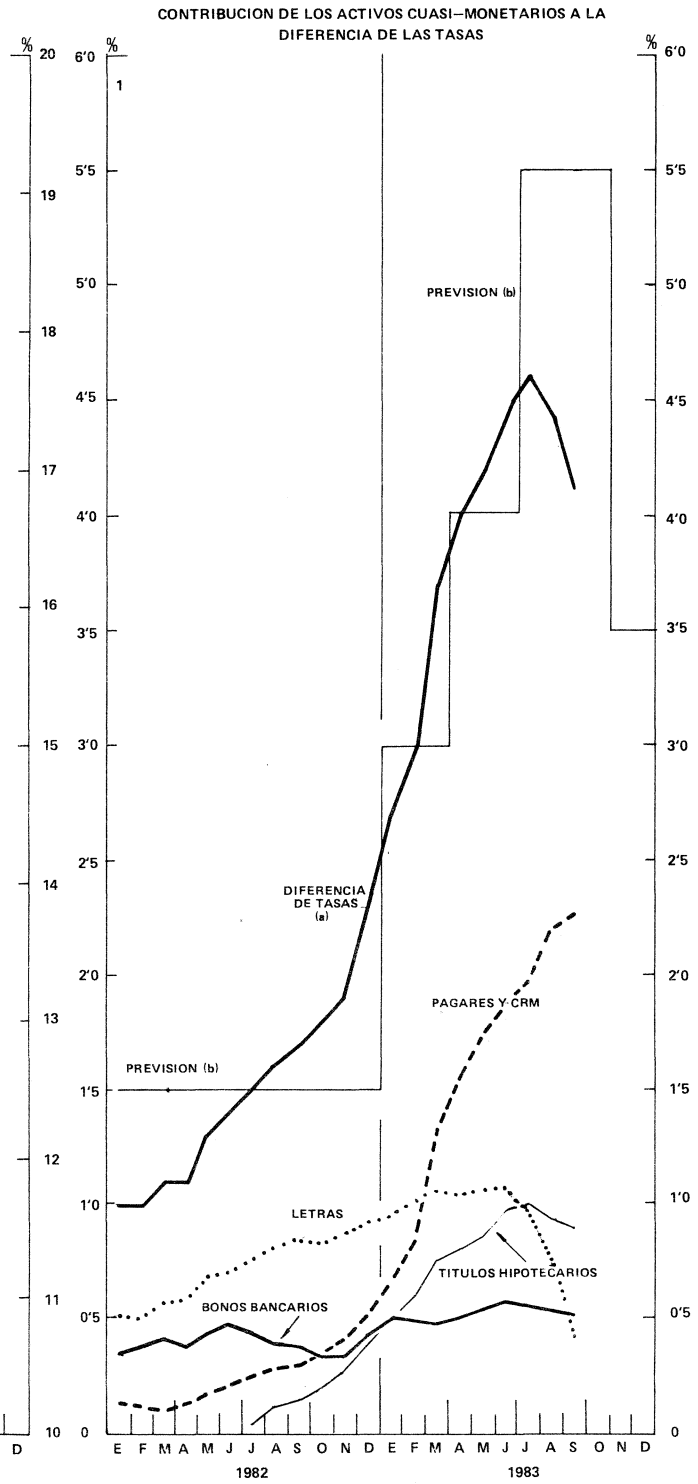
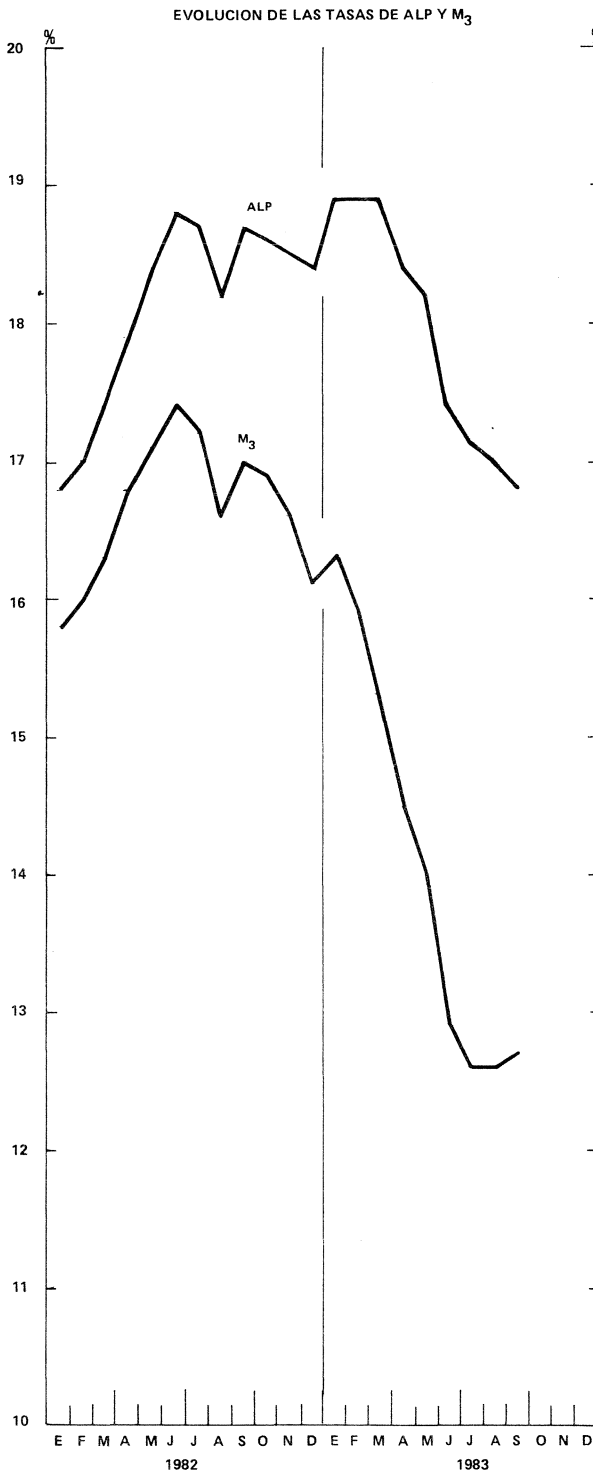
El ritmo de crecimiento de la financiación obtenida del sistema crediticio por el sector público experimentó, probablemente, un descenso acusado en el período referido. En esta caída, han influido dos causas de distinto significado. La primera es el abono al Tesoro de los beneficios del Banco de España, que disminuyó el recurso del Estado al Banco emisor por su cuantía (130 m.m.). Este fenómeno tiene consecuencias básicamente contables, ya que, en el momento en que se producen los asientos correspondientes, se deprimen bruscamente las series y surgen distorsiones en la apreciación de la tendencia de las necesidades de financiación del sector público. Si se hace abstracción de este problema, el crecimiento de la apelación de las administraciones públicas a los recursos del sistema ha registrado, asimismo, una caída importante. Por una parte, el Tesoro colocó, a lo largo del mes, una emisión de deuda entre el público en general, y en esa cantidad descendió su financiación bancaria. Por otra, aun si se excluye el referido abono de beneficios, disminuyó el ritmo de crecimiento del déficit de caja. Este, aunque se incrementó en términos absolutos y la magnitud acumulada alcanzó una cuantía considerable, próxima al billón de pesetas, en términos de tasas de expansión reflejó una desaceleración en relación al período anterior, ya que el comportamiento financiero del sector público fue excepcionalmente expansivo en el mes de septiembre.

Durante el mes de octubre, se mantuvo la tendencia que viene manifestándose desde el verano en el crecimiento de los recursos otorgados por el sistema crediticio al sector privado. En los diez meses del año transcurridos, este agregado ha crecido, aproximadamente,

1. Agregados monetarios

	1983			
	I TR	II TR	III TR	OCT T_1^1 (p)
	Tasas medias de crecimiento (%)			
ALP	20,4	14,3	15,7	11,5
M_3	13,9	8,5	15,0	13,7
Otros activos cuasi-monetarios del público	198,8	125,8	25,5	-11,9
	Aportación al crecimiento de ALP (%)			
M_3	13,5	8,2	13,8	12,5
Otros activos cuasi-monetarios del público	6,9	6,1	1,9	- 1,0

1. Activos líquidos en manos del público (ALP) T₁₂



(a). Diferencia entre las tasas de ALP y de M₃.

(b). Diferencia prevista al programar los objetivos de crecimiento de M₃.

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

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

	AGO 1983	SEP 1983	OCT 1983
Activos de caja	87,3	65,0	18,4
CONTRAPARTIDAS:			
Efectivo (a)	5,5	40,3	13,1
Otros factores	33,7	178,8	111,6
Sector exterior	49,7	3,7	16,3
Sector público	-98,8	127,0	72,2
Otros	82,8	48,1	23,1
Crédito neto al sistema bancario	48,1	-154,2	-106,3
Créditos al sistema bancario	-13,8	-103,2	42,8
Certificados de regulación monetaria (a)	68,6	-51,1	-140,3
Depósitos obligatorios (a)	-6,7	-	-8,8

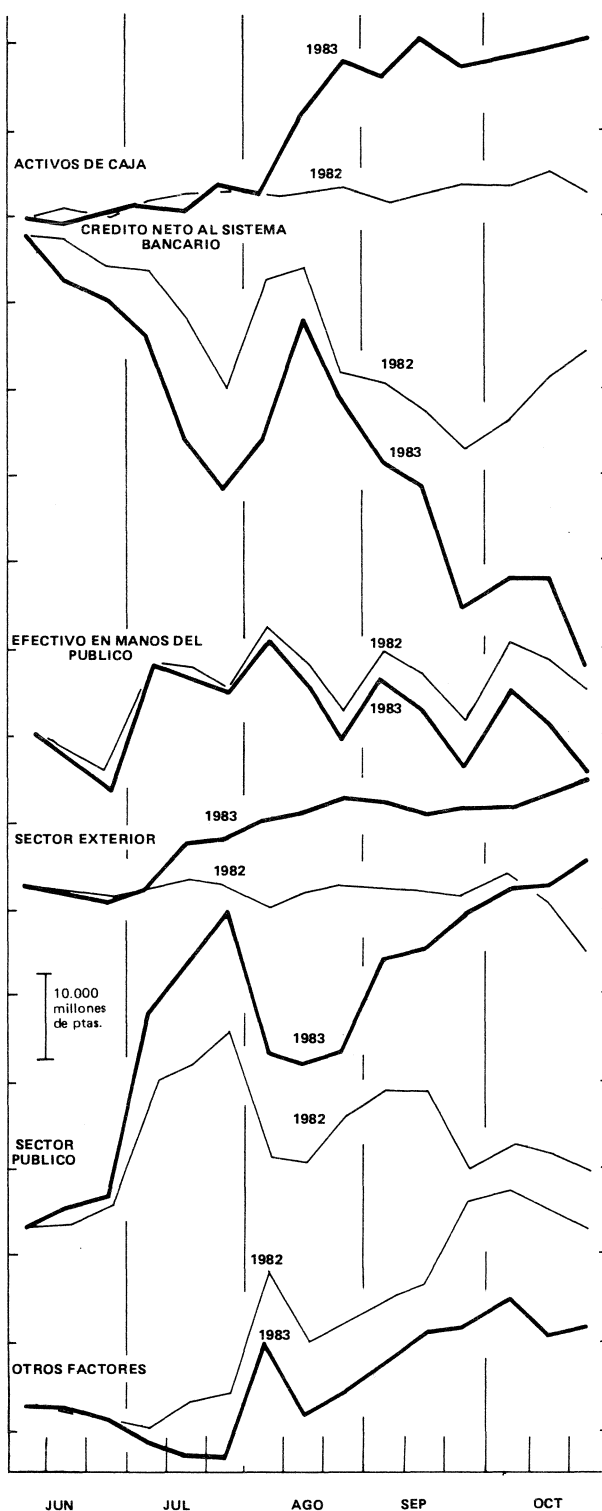
(a) Aumento: (-).

un 10,5 %, en términos de tasa anual. El crédito instrumentado con pólizas y descuento de papel ha experimentado una aceleración progresiva, y, en consecuencia, su tasa de crecimiento se ha situado dos puntos porcentuales por encima de la correspondiente a la financiación total. Sin embargo, los recursos colocados en valores emitidos por el sector privado permanecen prácticamente estancados, y la financiación canalizada a través del mercado de letras ha sufrido un retroceso con respecto a 1982.

Aun cuando se ha ampliado la financiación interna puesta a disposición del sector privado, ésta ha resultado quizás insuficiente para atender las necesidades de financiación del sector. Este exceso de demanda probablemente contribuya a impulsar una mayor apelación a los recursos de capital disponibles en los mercados financieros internacionales, propiciando una mejoría del sector exterior del sistema crediticio y un afianzamiento de la peseta en los mercados cambiarios.

Los indicadores de demanda de crédito continúan reflejando, en el mes de octubre, un nuevo impulso de la demanda, al tiempo que se ha manifestado un incremento en el número de peticiones de crédito denegadas, y se ha elevado ligeramente el tipo de interés de las pólizas y descuentos negociados con bancos y cajas de ahorros.

2. Activos de caja (Z)



Los activos de caja y los mercados monetarios

Los mercados monetarios registraron dos períodos diferenciados durante el mes de octubre. En la primera parte del mes, la autoridad monetaria instrumentó una política más estricta y ajustada a sus objetivos de crecimiento de la cantidad de dinero, y ofreció un volumen de activos de caja que resultó claramente insuficiente para cubrir la demanda generada por la expansión de los depósitos de bancos y cajas. Esta insuficiencia produjo las tensiones consiguientes en los mercados monetarios, situándose los tipos de interés por encima del límite deseado por las autoridades monetarias. En la segunda parte del mes, se observó una evolución mucho más distendida de los mercados interbancarios con bruscas caídas de los tipos de interés, acumulaciones transitorias de excedentes y tasas de crecimiento elevadas de la liquidez de base del sistema.

Durante la primera decena del mes, y de acuerdo con lo antes reseñado, las entidades bancarias vieron disminuir drásticamente sus activos de caja excedentes y se produjeron fuertes alzas en los tipos de interés a muy corto plazo (el tipo de las operaciones día a día llegó a alcanzar el 28 %).

El Banco de España instrumentó una oferta de activos de caja más holgada a lo largo del resto del mes, buscando una disminución de los tipos de interés. En el transcurso de la segunda decena, el sistema bancario sobrevaloró probablemente sus necesidades de activos de caja y demandó cantidades crecientes de liquidez. En consecuencia, a pesar de la mayor oferta reali-

zada por el Banco de España, no se produjo una disminución de los tipos, si bien las entidades reconstituyeron sus excedentes, que alcanzaron niveles próximos a los registrados en el mes de septiembre.

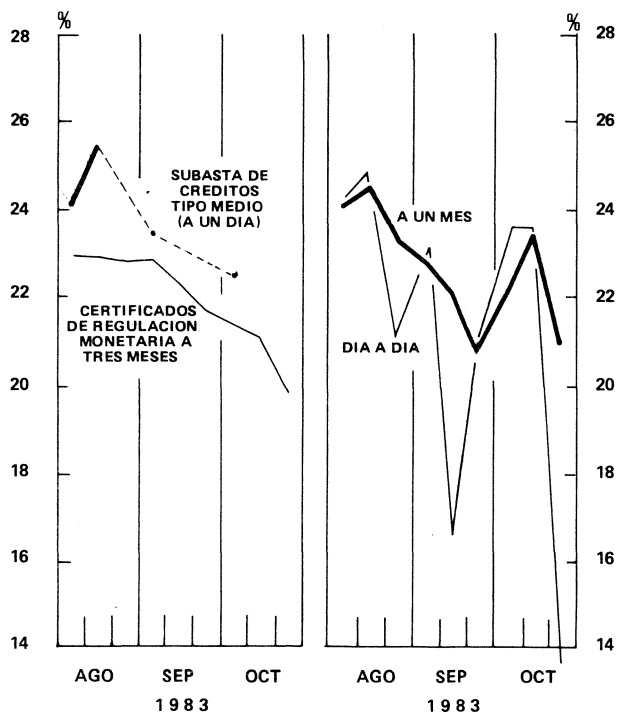
Durante los últimos días de octubre, los bancos y cajas de ahorros se mostraron reacios a tomar los certificados de regulación monetaria que ofrecía el Banco de España, por considerar que el precio que éste estaba dispuesto a pagar por la colocación de sus títulos quedaba por debajo de los tipos que se negociaban en el mercado interbancario. La autoridad monetaria, a su vez, consideró que los tipos de interés del mercado interbancario estaban artificialmente elevados, dado el exceso transitorio de liquidez existente en el sistema durante el período comentado, que había de desaparecer en los primeros días de noviembre como consecuencia del pago de impuestos. Al final de la decena, el volumen de activos de caja fue tan elevado, que se registró un acusado incremento de los excedentes mantenidos por el sistema bancario, mientras se cruzaban operaciones a tipos inferiores al 1 %.

En el mes analizado, los activos de caja crecieron, en términos desestacionalizados, un 14,6 %; en el cuadro 2, se detallan las contrapartidas que explican su evolución.

3. Excedente de caja legal (Ø)

	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
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
OCT	0,075	0,084	0,062
1. ^a dec.	0,031	0,023	0,043
2. ^a dec.	0,068	0,078	0,054
3. ^a dec.	0,122	0,145	0,087

3. Tipos de interés (Ø)



4. Tipos de mercado monetario (Ø)

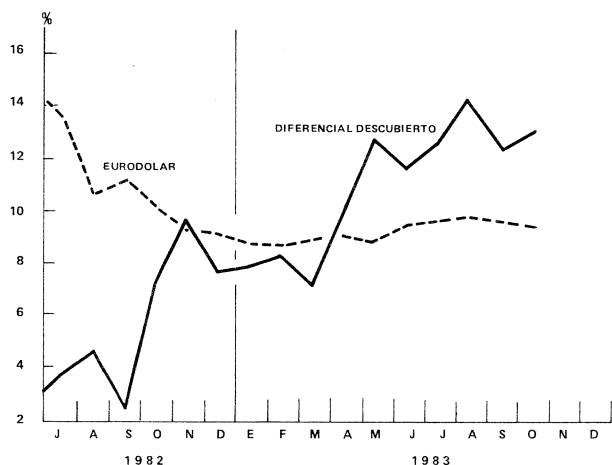
	Tipos día a día			Tipos a plazo		
	Interbancario	Subastas Banco de España		Un mes	Tres meses	CRM tres meses (a)
		Préstamos	CRM			
1983						
ENE	14,31	16,54	14,14	16,45	16,75	17,06
FEB	15,22	17,16	—	16,75	16,96	16,99
MAR	14,16	17,48	—	15,76	16,61	16,56
ABR	19,04	20,23	20,48	18,86	18,31	18,11
MAY	20,64	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
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	20,56	22,69	—	22,17	21,82	20,74
1.ª dec.	23,32	22,69	—	22,21	21,83	21,38
2.ª dec.	23,01	—	—	23,50	22,21	21,03
3.ª dec.	15,40	—	—	20,97	21,55	19,81
NOV						
1.ª dec.	17,37	—	—	21,77	21,78	19,47

(a) Tipo medio a la emisión.

En términos mensuales, los tipos de interés del mercado interbancario sufrieron una escalada, pues el hundimiento que se produjo al cierre del mes no compensó las elevaciones registradas durante las dos primeras decenas. Dentro de esta tendencia a la subida de los

tipos de interés, contrasta la evolución de los tipos negociados en las subastas de colocación de CRM a tres meses, que refleja un descenso constante, poniendo en evidencia una disociación entre los precios de este segmento del mercado y los tipos vigentes en los restantes segmentos de los mercados interbancarios. Esta divergencia entre los tipos a tres meses en el momento de la emisión y los tipos negociados en los mercados secundarios llegó a alcanzar dos puntos y medio porcentuales durante la primera decena del mes de noviembre —véase cuadro 4.

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



(a) 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.

28-XI-1983.

Sector público

Actividad presupuestaria del Estado en el período enero-septiembre

Tras una mejora en agosto anulada con un empeoramiento en septiembre, el déficit de las operaciones no financieras del Estado alcanzó, al concluir el tercer trimestre, la cifra de 846,2 m.m., equivalente al déficit registrado hasta julio (véase cuadro 1). En el transcurso de esos dos meses, se ha registrado una aceleración de los pagos ordenados, cuyo crecimiento pasó del 11,3 % hasta julio al 14,8 % hasta septiembre, aceleración que se explica, en parte, por la cumplimentación de la Ley 3/1983 y, en parte, por una recuperación mecánica de las tasas de crecimiento, a medida que los efectos del retraso en la ejecución del presupuesto, producido por su aprobación tardía, se diluyen en el tiempo. En los ingresos, se ha registrado, en cambio, una desaceleración muy acusada entre julio y septiembre (realmente particularizada en este último mes), al pasarse de un crecimiento del 27,5 % al 19,1 %, respectivamente; pero ello se debe a que en 1983 no se han contabilizado todavía los beneficios del Banco de España, como ocurrió en 1982: de hecho, los ingresos impositivos no han dejado de mostrar una evolución favorable, que incluso se ha reforzado en los dos últimos meses.

Desde el punto de vista financiero, el descenso y el aumento del déficit en agosto y septiembre, respectivamente, se han reflejado amplificadoramente en el recurso del Tesoro al Banco de España. Frente a una oscilación

1. Estado. Ingresos y pagos

	ENE-SEP	
	1983	1982
SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS	-846,2	-816,9
Ingresos	2.526,2	2.120,7
Impuestos, tasas y otros ingresos	2.350,8	1.820,3
Transferencias	68,5	66,1
Otros ingresos	106,9	234,3
Gastos	3.372,4	2.937,6
Consumo público	951,1	903,1
Transferencias corrientes	1.634,9	1.301,4
Gastos de capital	633,1	618,2
Otros gastos	153,3	114,9
FINANCIACION	846,2	816,9
Emisión neta deuda pública y cédulas de inversión	439,6	156,1
Sector exterior	90,8	81,3
Dotaciones al Crédito Oficial	-185,6	-170,8
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	-157,0	50,0
Banco de España	658,4	700,3

m.m.

del déficit de unos 50 m.m., el recurso del Tesoro varió en cada mes en unos 130 m.m.; pero al final de septiembre dicho recurso era idéntico al que se registró hasta julio, o sea, de 658 m.m. Conviene reseñar que esta cifra es el saldo resultante tras haberse producido movimientos intensos de regulación entre las cuentas del Tesoro, de acuerdo con las leyes 3/1983 y 5/1983. En estos dos últimos meses, aumentó la financiación por deuda pública en 90 m.m., de los que la mitad corresponde a pagarés del Tesoro, y también la financiación mediante empréstitos en el exterior, que lo hizo en 39 m.m.

La evolución favorable de los ingresos no financieros, que se ha venido destacando como un rasgo de la actividad presupuestaria en el año, no queda en entredicho por el hecho de que el crecimiento de los ingresos haya descendido desde el 29,4 % hasta agosto al 19,1 % hasta septiembre, ya que esta caída se explica fundamentalmente por la contabilización anticipada en septiembre de 1982 de 144,2 m.m. de beneficios del Banco de España. Tampoco hay que otorgar importancia al descenso que experimentaron los impuestos directos en septiembre en comparación con la recaudación del mismo mes del año anterior, ya que en agosto se produjo un crecimiento excepcional de los impuestos, en particular de los directos, lo que sugiere que debe valorarse conjuntamente la recaudación de estos dos meses. Los crecimientos hasta septiembre del 29,5 % en los impuestos directos y del 28,3 % de los impuestos indirectos y del 34,8 % de las tasas son datos en los que sustentar una valoración positiva de la recaudación de los ingresos fiscales.

En los impuestos directos, el avance de los gravámenes sobre la renta de las personas físicas hasta septiembre fue del 33,3 %, mejorándose los resultados hasta julio, tras una irregular trayectoria en los dos últimos meses. Las retenciones sobre el trabajo personal se incrementaron en un 25,1 %, en tanto que las retenciones sobre rentas de capital lo hicieron en un 36,4 %. La cuota diferencial, con una recaudación hasta septiembre de 102,4 m.m., dobla la recaudación de 1982, aunque es preciso recordar que las devoluciones de los primeros meses del año en curso se adelantaron a los meses últimos del año anterior. La evolución de las retenciones sobre rentas de capital explica el 20,1 % de aumento del impuesto sobre sociedades, ya que la cuota diferencial sólo ha crecido en un 9,9 %; debe señalarse que ya ha sido recaudado el grueso de esta cuota, a excepción del anticipo que a cuenta de la del año próximo tienen que realizar las empresas en octubre. Los impuestos sobre el capital crecieron hasta septiembre en un 24,6 %, combinando este resultado un fuerte incremento del impuesto de sucesiones y un

2. Estado. Ingresos no financieros

	m.m., %		
	ENE-SEP		
	Importe		Crecimiento 83/82
1983	1982		
INGRESOS NO FINANCIEROS	2.526,2	2.120,7	19,1
Impuestos directos	1.057,7	816,9	29,5
S/ Renta personas físicas	793,3	595,0	33,3
<i>Ret. trabajo personal</i>	572,5	457,6	25,1
<i>Ret. rentas de capital</i>	93,9	68,8	36,4
<i>Fraccionamientos</i>	24,6	19,8	24,1
<i>Cuota diferencial</i>	102,4	48,8	109,9
S/ Renta de sociedades	214,8	179,0	20,1
<i>Ret. rentas de capital</i>	93,9	68,8	36,4
<i>Cuota diferencial</i>	121,0	110,1	9,9
S/ Capital	28,2	23,0	22,6
<i>Sucesiones</i>	15,7	10,8	45,2
<i>Patrimonio</i>	12,4	12,1	2,4
Otros	21,4	20,0	7,0
Impuestos indirectos	1.170,3	912,3	28,3
Trans. patrim. y ac. jur. doc.	99,2	94,1	5,4
ITE	327,5	252,5	29,7
S/ Consumo	376,2	302,4	24,4
<i>Especiales</i>	243,4	189,8	28,3
<i>Lujo</i>	132,8	112,6	17,9
Aduanas	286,9	240,7	19,2
Monopolios	80,5	22,6	255,8
Tasas y otros ingresos	122,7	91,0	34,8
Transferencias	68,5	66,1	3,6
Otros ingresos	106,9	234,3	-54,4
De dotaciones Crédito Oficial	79,8	65,5	21,9
Dividendos y otras rentas	11,9	154,2	-92,3
Otros	15,2	14,6	3,7

débil aumento del impuesto sobre el patrimonio (véase cuadro 2).

El 28,3 % de crecimiento de los impuestos indirectos, tras una apreciable mejora en agosto y unos resultados menos favorables en septiembre, representa una leve aceleración con respecto al 27,2 % de aumento que se registró hasta julio, persistiendo en lo fundamental la misma evolución de las distintas figuras impositivas que se observó hasta ese mes. El ITE creció hasta septiembre en un 29,7 %; los impuestos sobre el consumo en un 24,4 % y los derechos aduaneros en un 19,2 %. Las evoluciones más chocantes se hallan, por un lado, en el intenso crecimiento de las rentas de monopolios, en las que se registra una diferencia de 58 m.m. entre las recaudaciones de 1982 y 1983, que corresponde a rentas de petróleos, y, por otro lado, en sentido contrario, en el modesto aumento de los impuestos sobre transmisiones patrimoniales.

3. Ejecución del presupuesto

Operaciones no financieras

m.m., %

	ENE - SEP					
	1983		1982		Crecimiento 83/82	
	Créditos totales	Pagos ordenados	Créditos totales	Pagos ordenados	Créditos totales	Pagos ordenados
TOTAL	4.558,7	2.740,5	3.700,6	2.451,3	23,2	11,8
Operaciones corrientes	3.431,9	2.216,0	2.739,1	1.956,4	25,3	13,3
Remuneraciones de personal	1.219,3	776,1	1.151,4	757,5	5,9	2,5
Compra de bienes y servicios	186,2	84,6	174,7	87,1	6,6	-2,9
Intereses	188,7	72,7	83,9	51,0	124,9	42,5
Transferencias corrientes	1.837,7	1.282,6	1.329,1	1.060,8	38,3	20,9
Operaciones de capital	1.126,8	524,5	961,5	494,9	17,2	6,0
Inversiones reales	459,3	194,5	352,5	139,9	30,3	39,0
Transferencias de capital	667,5	330,0	609,0	355,0	9,6	-7,0

En el resto de los ingresos no financieros, ya se ha mencionado el avance de las tasas, cuyo crecimiento, aun siendo alto, queda por debajo de lo presupuestado. Las transferencias sólo han aumentado en un 3,6 %, y resulta determinante para el crecimiento de los ingresos no financieros el contraste entre los 11,9 m.m. de dividendos y rentas contabilizados hasta septiembre de este año con los 154,2 m.m. formalizados hasta septiembre de 1982, explicable en buena medida por el desplazamiento en la fecha de abono de los beneficios del Banco de España.

En cuanto a los pagos, la ejecución presupuestaria está siendo apreciablemente lenta para el conjunto de los mismos, sin perjuicio de que en el caso de las inversiones reales pueda hablarse de una realización más bien rápida. El retraso observado hasta septiembre acabará manifestándose, sin duda, al concluir el ejercicio presupuestario; no obstante, ese retraso es tan acusado, que existen márgenes muy amplios para una aceleración intensa de los pagos en lo que resta de año. Al finalizar el tercer trimestre, para las operaciones no financieras, las obligaciones reconocidas respecto de los créditos totales del ejercicio en curso representaban el 60,3 %, frente al 66,7 % en 1982. En el caso de los pagos ordenados respecto de los créditos totales, el nivel de ejecución hasta septiembre fue del 60,1 % en 1983, cuando en 1982 fue del 66,3 %. Este contraste en el ritmo de la ejecución presupuestaria en los dos últimos años se expresa también por la gran diferencia existente entre el crecimiento de los créditos totales hasta septiembre entre 1982 y 1983, del 23,2 %, y el crecimiento de los pagos ordenados hasta ese mes, del 11,8 %, diferencia que pone de manifiesto el margen de aceleración de los pagos (véase cuadro 3). Con excep-

ción, como se ha indicado, de las inversiones reales, el retraso es patente en el resto de las partidas, aunque cobra más intensidad en los gastos de transferencia que en el consumo público, y, dentro de éste, más en las compras de bienes y servicios que en las remuneraciones de personal. Si los pagos ordenados no financieros hubiesen crecido al mismo ritmo que los créditos presupuestados (depurando esta cifra de los créditos de regularización por prórroga del Presupuesto de 1982), el nivel sería superior en 270 m.m. a los 2.740,5 m.m. registrados hasta septiembre.

La evolución de los pagos ordenados, al concluir el tercer trimestre, según su clasificación económica, tiene escasa significación. Por un lado, hay que considerar que el retraso a que se ha hecho referencia, su desigual impacto en las distintas partidas y el carácter discrecional o administrativo que en gran medida tiene hacen que el crecimiento hasta septiembre guarde poca relación con las cifras presupuestadas. Por otro lado, el Presupuesto de 1983 no es homogéneo con el del año precedente, por razón de las relaciones del Estado con las Comunidades Autónomas. En el cuadro 4 se comparan los pagos ordenados no financieros totales hasta septiembre de 1982 y 1983, de modo que comprenden en ambos años los pagos debidos al período de ampliación y en 1983 los pagos relacionados con el cumplimiento de la Ley 3/1983 sobre regularización de anticipos de fondos y atención a insuficiencias presupuestarias de ejercicios anteriores a 1983. Estos pagos suponen 119,2 m.m., de los que 106,9 corresponden a la rúbrica de transferencias corrientes. Como se observa en dicho cuadro, en los gastos corrientes, el consumo público ha crecido en un 5,3 %, con aumentos equivalentes en las remuneraciones de personal y

en la compra de bienes y servicios. Las transferencias corrientes se han incrementado en un 25,6 %, resultando crecimientos muy dispares según los entes destinatarios, y bastante discrepantes respecto a las previsiones presupuestarias. El crecimiento de los pagos de capital es, hasta septiembre, de sólo el 2,4 %, pero, mientras las inversiones reales han aumentado en un 23,2 %, las transferencias han disminuido en un 8,8 %, caída que afecta a todas las instituciones receptoras a excepción de los entes territoriales. En todo caso, cabe reiterar que las perturbaciones ocasionadas en la ejecución del presupuesto por el retraso en su aprobación y las distorsiones que produce la creciente asunción de

4. Estado. Pagos no financieros

	m.m., %		
	ENE - SEP		
	Importe		Crecimiento 83/82
1983	1982		
TOTAL PAGOS (ORDENADOS)	3.372,4	2.937,6	14,8
Consumo público	951,1	903,1	5,3
Remuneraciones de personal	832,5	790,3	5,3
Suelos	654,6	640,5	2,2
Clases pasivas	177,9	149,8	18,7
Compra de bienes y servicios	118,6	112,8	5,2
Transferencias corrientes	1.634,9	1.301,4	25,6
Presupuestarias	1.316,4	1.099,0	19,8
Presupuesto corriente	1.282,6	1.060,8	20,9
A: OAA	316,8	280,8	12,8
Seguridad Social	444,0	346,9	28,0
Entes territoriales	254,8	161,1	58,2
Empresas	107,0	120,4	-11,2
Familias e i.s.f.l.	107,1	98,3	8,9
Otras	52,9	53,3	- 0,8
Periodo ampliación	33,8	38,1	-11,3
Desgravación fiscal exportación	222,1	154,8	43,5
Otras	96,3	47,6	102,1
Pagos de capital	633,1	618,2	2,4
Inversiones reales	266,8	216,6	23,2
Transferencias	366,3	401,5	- 8,8
Presupuesto corriente	330,0	355,5	- 7,2
A: OAA	89,8	89,8	0,0
OAC	125,4	152,4	-17,7
Entes territoriales	27,3	21,9	24,5
Empresas	82,1	84,1	- 2,4
Otras	5,4	7,2	-25,2
Periodo de ampliación	36,2	45,5	-20,3
Otras	0,0	0,6	-99,0
Otros pagos	153,3	114,9	33,4
Intereses de cédulas	74,3	64,0	16,2
Otros intereses	78,2	48,8	60,3
Otros	0,7	2,2	-68,0

5. Estado. Operaciones financieras

	m.m.	
	ENE-SEP	
	1983	1982
SALDO OPERACIONES FINANCIERAS	846,2	816,9
Deuda pública y cédulas de inversión	439,6	156,1
Pagarés del Tesoro	317,4	36,8
A medio y largo plazo	37,6	29,1
Emisiones brutas	73,6	40,0
Amortizaciones	- 35,9	- 10,9
Deuda no negociable	84,6	90,2
Financiación exterior	90,8	81,3
Créditos recibidos	99,4	94,5
Amortizaciones	- 8,6	- 13,2
Dotaciones al Crédito Oficial	-185,6	-170,8
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	-157,0	50,0
Otras operaciones	- 55,4	- 57,3
Desfases	-101,9	107,4
De los que op. pendientes de pago	- 97,3	129,3
Discrepancia estadística	0,4	- 0,1
Banco de España	658,4	700,3
C/c. del Tesoro	-728,5	626,3
C/ especial Crédito Oficial	- 2,3	- 8,3
Otras cuentas del Estado	1.389,2	82,3

competencias por los entes autonómicos a efectos de comparación reducen significativamente el valor de los datos comentados.

En el cuadro 5 se desglosa la financiación del déficit hasta septiembre. Los 846,2 m.m. de saldo negativo de las operaciones no financieras tienen como principales contrapartidas: 658,4 m.m. de endeudamiento del Estado en el Banco de España, cuyas cuentas se han regularizado en septiembre según las disposiciones de las leyes 3/1983 y 5/1983; 317,4 m.m. de emisión neta de pagarés del Tesoro; 37,6 m.m. de emisiones netas de deuda pública a medio y largo plazo, y 90,8 m.m. de financiación neta exterior. Los flujos financieros con el Crédito Oficial arrojan un saldo negativo de 101,0 m.m. (dotaciones menos emisión de cédulas), resultando también un saldo negativo de 157,0 m.m. para el conjunto de otras operaciones financieras, los desfases contables y discrepancias estadísticas. Con respecto a la financiación del déficit hasta septiembre de 1982, las pautas de financiación no ofrecen gran contraste, salvo en lo que atañe a los pagarés del Tesoro, cuyas emisiones son en 1983 considerablemente más altas que en 1982, aun cuando no se estén alcanzando las previsiones presupuestarias, y salvo el distinto signo de las operaciones pendientes de pago, que se reflejan, en última instancia, en la cuenta del Tesoro en el Banco de España.

24-XI-1983.

El comercio exterior de España: su distribución por productos y mercados

Introducción

Para poder obtener resultados significativos, el análisis de la evolución del comercio exterior de España por grupos de productos y en diferentes áreas económicas debería hacerse en términos reales, y así, junto con el estudio de los movimientos comerciales valorados en términos corrientes, podrían considerarse los flujos reales y las variaciones en los precios relativos que tras los mismos se encuentran. La falta de información estadística adecuada, tanto a nivel internacional como nacional, hace esta tarea de muy difícil ejecución y, por supuesto, fuera de las pretensiones de este trabajo. Por esto, las magnitudes que se presentan a continuación están valoradas en términos monetarios corrientes, a pesar de lo cual, es de esperar que resulten de interés los comentarios que sobre ellas se hacen.

El análisis del comercio internacional, que se realiza en el próximo apartado, pretende reflejar el contexto en que se ha desenvuelto nuestro comercio exterior en los últimos años y, básicamente, se centra en el estudio de las cuotas de importación y exportación en cuatro mercados: el mundial, el de los países industriales, el de los países exportadores de petróleo y el de los países en desarrollo no exportadores de petróleo. Con esta clasificación, se intentan suplir, en la medida de lo posible, las consecuencias de no utilizar cifras de productos desagregados, ya que, desde el lado exportador, el mercado de países industriales es, básicamente, un mercado de manufacturas; el de los países exportadores de petróleo, como su nombre indica, de crudos de petróleo; y el de los países en desarrollo, de materias primas no energéticas —con alguna matización, ya que el FMI, de donde proceden los datos utilizados, no considera, de acuerdo con sus criterios de clasificación, país exportador de petróleo, por ejemplo, a Méjico—.

Los datos presentados sobre el comercio exterior de España dan información por grupos de productos, y en ocho áreas económicas, de nuestros movimientos comerciales en los dos últimos años y en los nueve primeros meses del año en curso, última información disponible. Como es sabido, desde que en 1980 la Dirección General de Aduanas dejó de publicar su clasificación del comercio exterior por grupos de productos, las únicas clasificaciones disponibles se limitaban a reagrupar de una forma u otra los diferentes capítulos y secciones del arancel. La clasificación que aquí se presenta es totalmente provisional, y el Servicio de Estudios del Banco de España está trabajando ya —junto con otros organismos— en la elaboración de otra clasificación mucho más precisa y adecuada. Quiere esto decir que la aquí recogida adolece de imprecisiones que, en algunos grupos, son importantes. Por ejemplo, el grupo

llamado «productos animales, vegetales y alimenticios», engloba tanto bienes de consumo (elaborados o no), como bienes de equipo (animales vivos) y bienes intermedios. Igualmente, el grupo de «materias primas para la agricultura» es de una nominación dudosa, y en él se recogen, básicamente, cereales pienso, abonos, semillas, etc. En cualquier caso, se ha considerado que puede tener interés la publicación de estos datos hasta que estén disponibles otros de más calidad, pues, con todas sus limitaciones, ayudan a llenar un vacío de información que se mantiene desde hace años.

La desagregación por áreas económicas del comercio de España no se corresponde exactamente, aunque puede relacionarse, con la utilizada para el comercio mundial. La correspondencia entre OCDE y países industriales es grande, lo mismo que entre OPEP y países exportadores de petróleo (según el FMI), y en cuanto al grupo de «países en desarrollo no exportadores de petróleo» es, prácticamente, el agregado de los ahora llamados: «otros países de América» y «resto del mundo».

Como se dijo al principio de esta introducción, el que todas las cifras se expresen en valores corrientes —aunque en el texto, en la medida de lo posible, se hacen consideraciones sobre magnitudes reales y precios— empobrece el análisis y hace difícil explicar de forma conveniente las causas últimas de los comportamientos observados. Queda claro, pues, que el objetivo final de este trabajo es el de colaborar para ir completando la información disponible sobre nuestro comercio exterior, proporcionando nuevas piezas que ayuden al estudio de su evolución y resalten sus características más significativas.

El comercio mundial

Tras la segunda crisis del petróleo, la relación real de intercambio de los países industrializados experimentó un importante retroceso, para ir mejorando, poco a poco, en los años siguientes. La tasa de cobertura de su comercio exterior siguió un proceso similar, y, después de descender bruscamente, se recuperó, para situarse, en 1982, en torno al 95 %. Esta mejora en la cobertura fue resultado, básicamente, de una fuerte caída en la tasa de variación real de sus importaciones, ya que sus exportaciones reales se desaceleraron también, aunque en menor medida. El rápido ajuste realizado por los países industriales ante la nueva alteración de los precios relativos mundiales impuso una ola depresiva en el comercio mundial mucho más profunda y duradera

que la que se produjo después de la primera crisis energética. Así, los países exportadores de petróleo, que durante los años 1980, 1981 y parte de 1982 constituyeron el único elemento importante de sostenimiento del comercio mundial —con apreciable deterioro, por tanto, de su cobertura, tanto monetaria como real—, han terminado por acusar el impacto de las políticas de ajuste llevadas a cabo por los países industriales, y, ante la imposibilidad de recuperar su capacidad de compra mediante nuevas mejoras impuestas a su relación real de intercambios, han desacelerado bruscamente la tasa de variación de sus importaciones: 18,3 % en 1981, 5,7 % en 1982 y —12,5 % prevista para 1983, todas ellas en términos reales. Los países en desarrollo no exportadores de petróleo han sido los que han sufrido en mayor medida el discurrir de estos acontecimientos, sobre todo si se tiene en cuenta que la segunda crisis energética se ha presentado para ellos en un contexto muy distinto de la anterior. En primer lugar, la débil estructura productiva y la escasa flexibilidad de estas economías hizo que se llegara al año 1979 sin que se hubieran realizado con toda la intensidad necesaria los ajustes precisos. En un mundo de fácil disponibilidad de capitales y bajos tipos de interés, el endeudamiento exterior fue una vía fácilmente utilizada para paliar la situación de este grupo de países. Además, la primera crisis del petróleo se produjo dentro de un proceso general de aumento de los precios de las materias primas, como lo demuestra el hecho de que, entre 1972 y 1974, la relación real de intercambio de los países en desarrollo no exportadores de petróleo mejorara ligeramente. Por el contrario, dicha relación empeoró drásticamente entre 1978 y 1980, y, desde entonces, lo ha seguido haciendo, año tras año. Si, a pesar de esto, la cobertura de su comercio exterior no ha empeorado con respecto a la situación de partida, se debe a que la desaceleración real de sus importaciones ha sido más fuerte que la de sus exportaciones, pues estas, a pesar de la depresión de la demanda mundial, se han visto influidas por la importante caída de sus precios, sobre todo al producirse esta en un contexto de expectativas de aumento de los mismos, cuando la recuperación de la demanda de los países industriales llegara a hacerse realidad. La escasez de capitales, los altos tipos de interés y la incertidumbre que todo este proceso lleva consigo han colocado a muchos de estos países en una situación dramática, con porcentajes de su deuda exterior sobre el total de exportaciones de bienes y servicios muy por encima del 200 %.

La información del cuadro 1 completa —con las limitaciones señaladas en la introducción— los comentarios anteriores, a la vez que incluye los datos correspondientes a España, con el fin de analizar su comportamiento en relación con el de los demás países industrializados.

En lo que a su cuota de exportación se refiere (1), los países industrializados han ido perdiendo participación en el mercado mundial y en el resto de los mercados parciales considerados desde el año 1978. Sólo en su propio mercado, y en el año 1982, se produjo una ganancia significativa de cuota de exportación, hecho este que está relacionado con la mejora en la relación real de intercambio antes mencionada (recuérdese que las cuotas se refieren a flujos comerciales valorados en dólares corrientes), pues la exportación real de estos países retrocedió apreciablemente. La profundidad de la crisis de los países desarrollados se observa, igualmente, en su cuota de importación, que tras un período

de recuperación que culminó en 1979 (en 1978, para el mercado de países exportadores de petróleo) fue perdiendo puntos de forma generalizada, para recuperarse, de nuevo, en 1982, con la excepción, otra vez, del mercado del petróleo. Este proceso muestra la fuerte reducción que de la importación de crudos de petróleo se ha alcanzado en el mundo industrializado y el impacto depresivo que el ajuste de estos países ha impuesto a los países en vías de desarrollo, en general. No hay que olvidar que los cambios que se observan en el año 1982 son, en gran medida, el resultado de la actuación de un solo país –los Estados Unidos–, en el que la recuperación económica es ya un hecho confirmado.

(1) Para un análisis detallado del concepto de cuota de exportación y de cuota de importación, puede verse el Documento de Trabajo número 8303 del Servicio de Estudios del Banco de España, págs. 45 y siguientes. Como allí se indica, el concepto de cuota de exportación de un país en un mercado determinado relaciona las exportaciones de dicho país hacia ese mercado con las importaciones totales de este último. Igualmente, la cuota de importación se obtiene por cociente entre las importaciones que el país realiza en aquel mercado y el total de exportaciones del mercado en cuestión.

España, como país industrializado, ha participado de sus características, aunque con algunos rasgos diferenciadores de interés. En primer lugar, hay que constatar el escaso peso que nuestro comercio tiene en todos los mercados, lo que hace que variaciones significativas de nuestros intercambios con el resto del mundo desde el punto de vista interior afecten a nuestras cuotas en el mercado mundial sólo en el segundo decimal. Aun así, es indudable el esfuerzo exportador que nuestro país

1. Cuotas de los distintos grupos de países en diferentes mercados

%

	Cuotas de exportación				Cuotas de importación			
	Países industriales	Países exportadores petróleo	Países en desarrollo	España	Países industriales	Países exportadores petróleo	Países en desarrollo	España
EN EL MERCADO MUNDIAL:								
1978	70,4	12,1	16,3	1,2	68,6	7,8	20,5	1,4
1979	68,2	13,6	16,7	1,2	70,1	6,2	20,8	1,6
1980	65,5	15,9	16,9	1,1	68,3	6,7	21,9	1,7
1981	65,4	15,2	17,5	1,1	65,7	8,1	23,0	1,7
1982	66,5	13,2	18,0	1,2	66,4	8,5	22,5	1,7
EN EL MERCADO DE PAISES INDUSTRIALES:								
1978	67,6	13,5	14,9	1,1	67,0	9,0	18,7	1,2
1979	66,3	14,5	15,2	1,1	69,0	7,1	18,8	1,3
1980	63,9	17,0	15,1	1,1	67,5	7,9	19,4	1,3
1981	63,8	16,5	15,6	1,0	65,2	9,4	20,3	1,3
1982	65,6	13,7	16,2	1,1	66,3	9,6	19,2	1,5
EN EL MERCADO DE PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO:								
1978	82,0	1,1	12,8	1,9	75,7	1,1	20,6	3,2
1979	78,0	2,0	15,3	2,0	74,9	1,3	21,5	3,0
1980	77,5	2,5	15,7	2,1	73,0	1,5	23,5	3,1
1981	77,0	2,2	17,0	2,0	70,1	1,7	25,8	3,5
1982	76,6	2,7	17,2	2,1	67,2	2,1	28,4	3,4
EN EL MERCADO DE PAISES EN DESARROLLO:								
1978	63,5	11,0	16,6	1,1	59,6	6,0	21,6	1,2
1979	60,6	13,7	17,3	1,1	59,6	5,4	22,8	1,3
1980	57,0	15,8	17,7	1,0	56,9	5,9	24,3	1,4
1981	57,3	15,5	17,6	1,1	54,8	7,6	25,3	1,5
1982	56,4	15,4	18,7	1,1	55,8	7,9	25,2	1,5

Fuente: FMI.

ha realizado en estos años, lo que le ha permitido, al contrario que los países industriales, encontrarse en 1982 en una situación al menos similar a la alcanzada en 1978. Además, este avance relativo se ha logrado con tasas de crecimiento reales superiores a las de los países de su área económica. En cuanto a nuestras importaciones, la diferencia de comportamiento con respecto a los países desarrollados es patente. Hemos aumentado la cuota en todos los mercados, de forma persistente, siendo especialmente relevante el crecimiento registrado en el mercado del petróleo. Este hecho pone en evidencia la fuerte dependencia importadora de la economía española y su falta de competitividad interior —téngase en cuenta que estos avances de la cuota de importaciones se han registrado en años de bajo ritmo de crecimiento y en los que, desde mayo de 1979, se depreció el tipo de cambio de la peseta—, a la vez que es una evidencia más de la necesidad de continuar con un proceso de ajuste que, habiéndose logrado ya en numerosos países industrializados, en España está aún por culminar. Es importante resaltar la asimetría que se produce cuando se constata la falta de competitividad interna de nuestra economía con la indudable ganancia de competitividad precio en la que se apoya el fuerte ritmo de crecimiento real de las exportaciones. El proceso de formación de precios de exportación que en este comportamiento se encierra no se explica únicamente por el efecto de las variaciones en el tipo de cambio de la peseta —que permite bajos aumentos de los precios de exportación en otras monedas, a pesar de que dichos aumentos en pesetas sean mucho más elevados—, sino que muestra la dicotomía existente en la economía española entre empresas que, con todas las dificultades que se quieran, pueden mantenerse en el mercado y las que son expulsadas de él.

Los países exportadores de petróleo aumentaron fuertemente su cuota de exportación en el mercado mundial, y en todos los mercados parciales analizados, en los años 1979 y 1980. La pérdida de cuota que tras dicho año se produjo en el mercado de países industrializados fue igualmente intensa, y es interesante constatar que este hecho no se produjo en el mercado de países en desarrollo no exportadores de petróleo. Estos últimos han mantenido una situación de relativa estabilidad en sus cuotas de exportación en el mercado de países industriales, pero han ido mejorando de forma sostenida tanto en su propio mercado como en el de los países petrolíferos. Se pone así en evidencia la creciente importancia que el comercio entre países en desarrollo, exportadores de petróleo o no, está alcanzando en los últimos años, hecho que debe encontrarse relacionado con el aumento que se está produciendo en el comercio bilateral, en un mundo en depresión y con dificultades financieras crecientes. El análisis de las

cuotas de importación confirma esta impresión, ya que los países exportadores de petróleo han aumentado su cuota de importación en el mercado de países industrializados, pero donde han ejercido de forma más intensa y persistente su capacidad importadora ha sido en el mercado de países en desarrollo. Estos últimos, en una situación de fuerte desequilibrio en sus intercambios comerciales, han terminado por reducir su cuota de importación en el mercado de países industriales (1), pero la han aumentado de modo muy fuerte en su propio mercado y también, aunque estabilizándose, en el de países exportadores de crudos.

En resumen, el comercio mundial está atravesando en los últimos años por una fase de fuerte depresión, derivada del ajuste que la segunda crisis del petróleo impuso a la economía mundial. Este ajuste está resultando particularmente doloroso, si se tiene en cuenta que hubo de iniciarse cuando aún quedaban latentes en la economía mundial fuertes tensiones inflacionistas y cuando los cambios de todo tipo generados por una alteración tan brusca en los precios relativos aún no se habían asimilado en su totalidad. En un contexto como este, no es de extrañar que las condiciones financieras que prevalecen en la economía mundial sean radicalmente distintas de las que se dieron tras la primera crisis energética, habiendo sido la política llevada a cabo por los Estados Unidos —con su repercusión sobre los tipos de interés y la cotización del dólar— el factor desencadenante de todo este proceso que ha impuesto nuevas restricciones a los intercambios comerciales. El proteccionismo con el que los distintos países están tratando de hacer frente a sus problemas de balanza de pagos no hace más que agudizar la recesión que sufre el comercio mundial. En esta situación, resulta imprescindible que las economías desarrolladas encuentren el camino de una fase de crecimiento sostenido y estable que termine por repercutir en el resto de los países. La información disponible para el año 1983 debe considerarse, en este sentido, moderadamente optimista, pues la recuperación de la economía americana es un hecho cierto, que se espera que se generalice en 1984 al resto de los países industriales. Estos han recuperado ligeramente su ritmo importador en el año actual, y si, como se prevé, ese ritmo se intensifica en el próximo año, terminará afectando de forma decidida a las demás áreas económicas.

(1) Téngase en cuenta que la clasificación del FMI engloba en el grupo de países en desarrollo a países de características muy distintas: países del hemisferio occidental, «nuevos países industrializados», etc., por lo que tras los movimientos de las cuotas del grupo se encuentran comportamientos individualizados muy diferentes.

El comercio exterior de España

En los cuadros 2 al 10, se da una información detallada de la evolución del comercio exterior de España por grupos de productos, referida a ocho áreas económicas diferentes. El hecho de que las cifras presentadas estén valoradas en pesetas corrientes imposibilita un análisis preciso de las causas determinantes de los distintos flujos comerciales, por lo que los comentarios que siguen tendrán un carácter básicamente descriptivo. Las dificultades de clasificación a las que se aludió en la introducción hacen que los datos disponibles empiecen en el año 1981, mientras que el análisis realizado sobre el comercio mundial empezaba en 1978. El que, como ya se dijo, uno de los objetivos de este trabajo sea contribuir a presentar piezas de información sobre el comercio exterior de España explica que se prefiera incurrir en esta incoherencia, en aras de una mayor información. Por eso, también los datos de los cuadros 2 al 9 se han prolongado hasta los nueve primeros meses de 1983, comparándolos con los del mismo período del año anterior, aunque no se pretenda con ello hacer un análisis de coyuntura.

En el año 1982, el déficit del comercio exterior de España con los países de la OCDE fue, aproximadamente, el 41 % del déficit comercial total, encontrándose la práctica totalidad del mismo concentrada en el intercambio de productos no energéticos y, más concretamente, en maquinaria, semimanufacturas y materias primas no energéticas para la agricultura. En los meses transcurridos de 1983, el porcentaje anterior pasó a ser del 32 %, poniendo de manifiesto, por un lado, la reducción importante en términos reales que se está produciendo, en este año, en la importación no energética y, por otro, el fuerte dinamismo de nuestra exportación, en general. Como puede observarse, sólo en el grupo que, por abreviar, podríamos llamar de productos agrarios, en los bienes de consumo no duradero y en los automóviles, tenemos excedentes comerciales.

Es importante señalar, dentro de los países de la OCDE, la situación tan distinta en la que se encuentra nuestro comercio exterior con los tres grupos considerados: CEE, Estados Unidos y resto de la OCDE. De la Comunidad recibimos el 31,3 % del total de nuestras importaciones (casi el 49 % si se trata sólo de productos no energéticos), pero a ella va dirigido, prácticamente, el 46 % de nuestras exportaciones (el 44,8 % de las no energéticas), por lo que, en 1982, que es el año al que se refieren estos porcentajes, el déficit comercial fue muy moderado y se ha reducido hasta sólo 17,7 m.m. en los nueve primeros meses de 1983. Hay que tener en cuenta que en esta evolución tan favorable desempeñan un papel importante dos factores: el fuerte au-

mento de la exportación de automóviles y la creciente expansión de nuestras ventas de productos energéticos, más concretamente, de derivados del petróleo, lo que puede producir alguna incertidumbre sobre el desarrollo futuro de nuestros intercambios con la CEE.

La situación con los Estados Unidos y con el resto de países de la OCDE es muy distinta. En el cuadro 10, pueden compararse las fuertes disparidades existentes entre el porcentaje de nuestras exportaciones dirigidas a estos países y el porcentaje de nuestras importaciones procedentes de ellos, disparidades que, en el caso del grupo «otros países de la OCDE», están atenuadas, de nuevo, por el comportamiento de las exportaciones españolas de derivados del petróleo. Con los Estados Unidos, sólo tenemos saldo comercial positivo en el grupo de bienes de consumo no duradero, pero, en 1983, se están reduciendo sensiblemente casi todos los saldos deficitarios, debido, principalmente, a la fuerte caída de las importaciones procedentes de este país. Merece señalarse que la única excepción es el grupo de maquinaria, lo que refleja, como tantas veces se ha indicado, la escasa sensibilidad a las variaciones del precio que existe en determinados grupos de bienes de equipo. En cualquier caso, el elemento realmente significativo que se desprende del análisis de las cifras de nuestro comercio exterior con los Estados Unidos es que sólo las exportaciones de bienes de consumo no duradero tienen un cierto peso dentro de las ventas totales de este sector (el 16,2 % de las mismas se dirigen a ese país); el resto de las exportaciones a Norteamérica, principal importador mundial, tiene un peso irrelevante dentro de los diferentes sectores de exportación. En cuanto a los demás países de la OCDE, nos adquieren, básicamente, materias primas, semimanufacturas, derivados del petróleo y productos agrarios —todos ellos en porcentajes moderados—, mientras que nosotros les compramos productos manufacturados. La nota destacada, en este caso, es que el 52,3 % de las importaciones españolas de bienes de consumo duradero procede de esta zona; en ello desempeña un papel destacado, como es lógico, la industria japonesa de este tipo de bienes.

La característica principal del comercio del petróleo con los países de la OPEP —aparte del hecho anecdótico, pero significativo, de nuestras exportaciones de derivados del petróleo a la zona— es la decreciente participación de la importación de crudo dentro de las compras totales de este bien. En 1982, el porcentaje (recogido en el cuadro 10) fue del 74,9 %, pero en 1981 había sido del 77,4 % y en los meses transcurridos de 1983 ha descendido, de nuevo, hasta el 69,2 %. Los países del grupo llamado «otros de América» son los que están sustituyendo a la OPEP como abastecedores de crudo.

A pesar de que, como se vio en el apartado anterior, la cuota de nuestras exportaciones en el mercado de la OPEP era, en 1982, de sólo un 2,1 %, esta área recibe el 15,1 % de nuestras ventas al exterior (como siempre, salvo que se indique otra cosa, se trata de datos del año 1982), porcentaje que más que duplica el de la exportación de España a los Estados Unidos. Además, por grupos de productos, se registra una gran uniformidad en la presencia de productos españoles en estos países, siendo el sector del automóvil el único que, prácticamente, no se encuentra representado. La caída que está produciéndose en los últimos años en la cuota de importación de los países de la OPEP, en el mercado de países industrializados, ha afectado también a España, sobre todo a los sectores de productores de bienes de consumo, bienes de equipo y productos agrícolas, que en los meses transcurridos de 1983 registraron un fuerte descenso en términos reales.

Los países que forman el COMECON tienen una presencia muy reducida en nuestros intercambios comerciales con el exterior. Mantenemos un saldo deficitario en productos energéticos —por importaciones de derivados del petróleo— y un saldo positivo en productos no energéticos —originado, principalmente, en los grupos de semimanufacturas y productos agrarios—.

El área económica llamada «otros países de América» tiene una singular importancia en el comercio energético español, como ya se dijo, por la presencia en esta zona de Méjico, país que tiene un peso creciente en el suministro de crudos de petróleo. En cuanto al comercio de productos no energéticos, tuvo saldo positivo en los años 1981 y 1982, debido, básicamente, a las exportaciones de bienes de consumo no duradero, maquinaria y material de transporte, todas ellas con un peso significativo dentro del total. Pues bien, estos sectores han acusado con gran intensidad las dificultades que están atravesando los países de la zona, y en 1983 van a hacer que también el comercio de productos no energéticos arroje un saldo negativo, con lo que, según información hasta septiembre, el déficit total con esta zona se situaría en torno al 22 % del déficit comercial total de España. A este hecho ha contribuido también el crecimiento de la importación no energética, que, como se observa en el cuadro 8, ha tenido un desarrollo notable en cuanto a productos animales, vegetales y alimenticios, y en materias primas para la agricultura, que han sustituido —estas últimas— a las procedentes de Estados Unidos.

En cuanto al grupo del «resto del mundo», en el que los países más significativos por su importancia comercial con España son, posiblemente, Marruecos, Egipto, China, Angola, Africa del Sur, India, Hong-Kong y Tai-Wan, se trata de la única zona con la que mantenemos

un saldo positivo como resultado de nuestros intercambios comerciales. Son importantes las exportaciones de material de transporte (más del 30 % del total), y de materias primas y productos intermedios de todo tipo. Importamos, principalmente, bienes de consumo y productos agrarios.

En resumen, del breve análisis realizado de la información contenida en los cuadros adjuntos, se desprende, como era de esperar, que España se encuentra encuadrada, en cuanto a sus intercambios comerciales, dentro de la zona de países industrializados, por lo que se ve sometida a las contingencias por las que atraviesan los países de esta área. Su principal peculiaridad es la poca importancia del comercio con los Estados Unidos, sobre todo en su vertiente exportadora, y la concentración de intercambios, por tanto, con los países de la CEE. España ha participado, como el resto de los países desarrollados, en el desarrollo del mercado de países exportadores de petróleo y está acusando con gran intensidad los problemas que atraviesan numerosos países del grupo «resto de América». Con los demás países del mundo se mantienen pocos intercambios comerciales, aunque existe un grupo de países que ofrece grandes posibilidades para el futuro, y con el que empiezan ya a mantenerse relaciones comerciales de cierta entidad.

28-XI-1983.

2. Comercio de España con la OCDE

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	51,2	102,6	- 51,4	110,1	134,8	- 24,7	75,5	101,7	- 26,2	115,9	148,3	- 32,4
De los que:												
Crudos de petróleo	1,4	5,0	- 3,6	-	23,9	- 23,9	-	22,6	- 22,6	-	37,5	- 37,5
Productos no energéticos	1.075,7	1.415,5	- 339,8	1.280,5	1.749,0	- 468,5	904,5	1.255,1	- 350,6	1.169,3	1.460,0	- 290,7
De los que:												
Productos animales vegetales y alimenticios	237,7	91,4	146,3	270,7	112,9	157,8	184,0	75,9	108,1	237,7	90,4	147,3
Materias primas para la agricultura	9,0	156,8	- 147,8	10,4	182,9	- 172,5	7,7	139,9	- 132,2	11,1	132,3	- 121,2
Otras materias primas y semimanufacturadas	401,9	544,4	- 142,5	478,5	657,2	- 174,2	348,8	472,7	- 123,9	434,8	546,8	- 112,0
Bienes de consumo no duradero	111,5	44,1	67,4	133,5	57,7	75,8	94,8	41,7	53,1	118,2	47,7	70,5
Bienes de consumo duradero	24,2	54,1	- 29,9	28,9	72,9	- 44,0	19,9	50,5	- 30,6	26,3	63,4	- 37,1
Automóviles	101,6	31,9	69,7	126,9	48,4	78,5	86,6	34,0	52,6	154,5	43,9	110,6
Maquinaria	131,7	389,1	- 257,4	149,3	502,1	- 352,8	107,0	353,6	- 246,6	117,2	441,3	- 324,1
Material de transporte	54,9	99,9	- 45,0	77,6	110,6	- 33,0	51,9	84,1	- 32,2	66,4	90,3	- 23,9
Total	1.126,9	1.518,1	- 391,2	1.390,6	1.883,8	- 493,2	980,0	1.356,8	- 376,8	1.285,2	1.608,3	- 323,1

Fuente: DGA y BE.

3. Comercio de España con la CEE

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	41,2	40,2	1,0	94,7	62,1	32,6	64,3	49,6	14,7	105,8	95,3	10,5
De los que:												
Crudos de petróleo	0,3	4,0	- 3,7	-	20,2	- 20,2	-	18,9	- 18,9	0,3	37,5	- 37,2
Productos no energéticos	771,2	821,6	- 50,4	940,5	1.021,9	- 81,4	661,3	724,6	- 63,3	863,0	891,2	- 28,2
De los que:												
Productos animales, vegetales y alimenticios	169,5	53,6	115,9	195,4	65,2	130,2	133,5	42,9	90,6	174,4	53,9	120,5
Materias primas para la agricultura	6,2	11,8	- 5,6	7,9	11,7	- 3,8	5,8	8,5	- 2,7	9,2	27,2	- 18,0
Otras materias primas y semimanufacturadas	268,2	364,0	- 95,8	332,9	433,6	- 100,7	240,7	312,0	- 71,3	293,5	368,0	- 74,5
Bienes de consumo no duradero	73,7	28,8	44,9	85,4	40,7	44,7	61,8	29,2	32,6	74,0	32,9	41,1
Bienes de consumo duradero	20,0	20,0	-	23,6	24,7	- 1,1	16,1	17,1	- 1,0	21,5	19,0	2,5
Automóviles	95,9	27,2	68,7	121,0	43,4	77,6	82,7	30,6	52,1	146,4	38,6	107,8
Maquinaria	94,3	240,1	- 145,8	107,0	315,9	- 208,9	76,3	220,5	- 144,2	87,0	273,5	- 186,5
Material de transporte	42,3	73,9	- 31,6	64,5	83,4	- 18,9	42,2	61,8	- 19,6	55,5	75,2	- 19,7
Total	812,4	861,8	- 49,4	1.035,2	1.084,0	- 48,8	725,6	774,2	- 48,6	968,8	986,5	- 17,7

Fuente: DGA y BE.

4. Comercio de España con Estados Unidos

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	3,2	50,9	- 47,7	2,4	59,9	- 57,5	-	42,9	- 42,9	3,1	46,2	- 43,1
De los que:												
Crudos de petróleo	-	-	-	-	0,4	- 0,4	-	0,4	- 0,4	-	-	-
Productos no energéticos	123,7	361,4	-237,7	143,1	418,3	-275,2	100,9	311,6	-210,7	126,4	294,4	-168,0
De los que:												
Productos animales, vegetales y alimenticios	20,8	23,6	- 2,8	27,3	32,6	- 5,3	17,9	22,4	- 4,5	23,2	25,6	- 2,4
Materias primas para la agricultura	0,5	142,9	-142,4	0,4	166,2	-165,8	0,3	127,8	-127,5	0,3	95,4	- 95,1
Otras materias primas y semimanufacturadas	52,4	77,2	- 24,8	53,9	89,1	- 35,2	39,5	65,7	- 26,2	51,2	64,4	- 13,2
Bienes de consumo no duradero	25,6	6,9	18,7	34,9	6,7	28,2	23,2	5,1	18,1	32,5	5,2	27,3
Bienes de consumo duradero	1,5	3,5	- 2,0	2,0	3,7	- 1,7	1,4	2,7	- 1,3	1,8	2,6	- 0,8
Automóviles	-	0,3	- 0,3	-	0,1	- 0,1	-	-	-	-	0,2	- 0,2
Maquinaria	14,6	86,2	- 71,6	17,8	100,0	- 82,2	13,4	70,7	- 57,3	11,9	93,3	- 81,4
Material de transporte	6,7	19,9	- 13,2	5,5	19,5	- 14,0	4,2	16,8	- 12,6	4,6	7,3	- 2,7
Total	126,9	412,3	-285,4	145,5	478,2	-332,7	100,9	354,5	-253,6	129,5	340,6	-211,1

Fuente: DGA y BE.

5. Comercio de España con «otros países de la OCDE»

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	6,9	11,4	- 4,5	13,0	12,8	0,2	11,1	9,1	2,0	6,9	6,9	-
De los que:												
Crudos de petróleo	1,1	1,0	0,1	-	3,3	- 3,3	-	3,3	- 3,3	-	-	-
Productos no energéticos	180,8	232,4	-51,6	196,9	308,8	-111,9	142,3	218,9	-76,6	179,9	274,4	-94,5
De los que:												
Productos animales vegetales y alimenticios	47,5	14,2	33,3	48,0	11,0	37,0	32,5	10,6	21,9	40,1	10,9	29,2
Materias primas para la agricultura	2,3	2,2	0,1	2,1	5,0	- 2,9	1,6	3,6	- 2,0	1,6	9,7	- 8,1
Otras materias primas y semimanufacturadas	81,3	103,2	-21,9	91,7	134,5	- 42,8	68,7	95,1	-26,4	90,1	114,5	-24,4
Bienes de consumo no duradero	12,3	8,4	3,9	13,2	10,3	2,9	9,9	7,4	2,5	11,6	9,6	2,0
Bienes de consumo duradero	2,7	30,5	-27,8	3,3	44,5	- 41,2	2,5	30,7	-28,2	3,0	41,8	-38,8
Automóviles	5,7	4,4	1,3	5,8	4,9	0,9	3,9	3,4	0,5	8,0	5,1	2,9
Maquinaria	22,9	62,7	-39,8	24,5	86,3	- 61,8	17,3	62,4	-45,1	18,3	74,6	-56,3
Material de transporte	5,8	6,2	- 0,4	7,6	7,7	- 0,1	5,6	5,4	0,2	6,3	7,7	- 1,4
Total	187,7	243,8	-56,1	209,9	321,6	-111,7	153,4	228,0	-74,6	186,8	281,3	-94,5

Fuente: DGA y BE.

6. Comercio de España con la OPEP

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	15,1	886,0	-870,9	20,7	912,9	-892,2	15,7	654,7	-639,0	30,5	737,2	-706,7
De los que:												
Crudos de petróleo	2,2	816,1	-813,9	4,2	831,0	-826,8	2,9	592,6	-589,7	2,9	642,7	-639,8
Productos no energéticos	265,0	15,3	249,7	319,4	16,6	302,8	214,0	10,2	203,8	256,4	12,9	243,5
De los que:												
Productos animales, vegetales y alimenticios	30,2	2,8	27,4	32,2	4,2	28,0	22,8	1,3	21,5	20,1	1,4	18,7
Materias primas para la agricultura	2,7	-	2,7	1,9	-	1,9	1,6	-	1,6	2,3	-	2,3
Otras materias primas y semimanufacturadas	145,2	12,4	132,8	180,0	12,2	167,8	119,2	8,7	110,5	158,6	11,2	147,4
Bienes de consumo no duradero	33,2	-	33,2	35,1	-	35,1	25,0	-	25,0	23,5	-	23,5
Bienes de consumo duradero	7,8	-	7,8	7,3	-	7,3	5,4	-	5,4	5,7	-	5,7
Automóviles	1,4	-	1,4	1,5	-	1,5	1,0	-	1,0	4,0	-	4,0
Maquinaria	32,8	-	32,8	45,8	-	45,8	28,4	-	28,4	34,1	-	34,1
Material de transporte	11,6	-	11,6	15,4	-	15,4	10,4	-	10,4	7,7	-	7,7
Total	280,1	901,3	-621,2	340,1	929,5	-589,4	229,7	664,9	-435,2	286,9	750,1	-463,2

Fuente: DGA y BE.

7. Comercio de España con el COMECON

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	0,6	57,7	-57,1	-	68,5	-68,5	-	45,7	-45,7	1,6	70,2	-68,6
De los que:												
Crudos de petróleo	-	29,2	-29,2	-	14,4	-14,4	-	11,6	-11,6	-	16,4	-16,4
Productos no energéticos	88,5	26,0	62,5	60,2	38,1	22,1	42,3	27,6	14,7	58,4	32,3	26,1
De los que:												
Productos animales, vegetales y alimenticios	30,2	6,3	23,9	17,2	14,5	2,7	11,4	11,6	- 0,2	17,3	11,1	6,2
Materias primas para la agricultura	8,4	0,1	8,3	0,2	0,3	- 0,1	0,2	0,3	- 0,1	-	0,3	- 0,3
Otras materias primas y semimanufacturadas	30,8	13,3	17,5	28,4	16,5	11,9	19,8	12,0	7,8	31,6	16,5	15,1
Bienes de consumo no duradero	1,3	0,5	0,8	1,6	0,6	1,0	1,3	0,4	0,9	1,5	0,5	1,0
Bienes de consumo duradero	0,2	0,7	- 0,5	0,1	0,8	- 0,7	-	0,6	- 0,6	-	0,7	- 0,7
Automóviles	0,2	0,6	- 0,4	0,2	0,4	- 0,2	0,2	0,4	- 0,2	-	0,2	- 0,2
Maquinaria	9,6	2,6	7,0	9,6	2,3	7,3	7,3	1,7	5,6	5,4	2,3	3,1
Material de transporte	7,7	1,4	6,3	2,4	2,3	0,1	1,9	0,5	1,4	2,3	0,7	1,6
Total	89,1	83,7	5,4	60,2	106,6	-46,4	42,3	73,3	-31,0	60,0	102,5	-42,5

Fuente: DGA y BE.

8. Comercio de España con «otros países de América»

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	1,1	175,1	-174,0	0,8	197,1	-196,3	0,5	124,4	-123,9	3,6	197,8	-194,2
De los que:												
Crudos de petróleo	-	171,7	-171,7	-	192,9	-192,9	-	122,6	-122,6	-	185,7	-185,7
Productos no energéticos	146,4	112,4	34,0	169,9	120,8	49,1	124,5	83,1	41,4	103,3	132,3	-29,0
De los que:												
Productos animales vegetales y alimenticios	8,6	49,8	-41,2	6,5	55,1	-48,6	5,2	36,9	-31,7	3,4	54,0	-50,6
Materias primas para la agricultura	1,4	25,2	-23,8	2,0	22,7	-20,7	1,5	16,8	-15,3	1,6	43,2	-41,6
Otras materias primas y semimanufacturadas	42,7	35,0	7,7	47,1	40,2	6,9	36,2	27,6	8,6	24,3	32,5	-8,2
Bienes de consumo no duradero	29,7	1,2	28,5	28,1	1,2	26,9	20,9	0,8	20,1	15,2	1,0	14,2
Bienes de consumo duradero	3,3	0,1	3,2	2,8	0,1	2,7	2,1	-	2,1	1,2	0,1	1,1
Automóviles	1,9	-	1,9	2,7	-	2,7	1,7	-	1,7	1,4	-	1,4
Maquinaria	39,1	0,9	38,2	48,6	1,2	47,4	36,3	0,7	35,6	20,4	1,3	19,1
Material de transporte	19,3	0,2	19,1	31,5	0,3	31,2	20,2	0,1	20,1	35,7	0,1	35,6
Total	147,5	287,5	-140,0	170,7	317,9	-147,2	125,0	207,5	-82,5	106,9	330,1	-223,2

Fuente: DGA y BE.

9. Comercio de España con el «resto del mundo»

m.m.

	1981			1982			ENE - SEP 1982			ENE - SEP 1983		
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo	Exporta- ciones	Importa- ciones	Saldo
Productos energéticos	31,2	37,5	-6,3	28,2	62,7	-34,5	21,4	36,9	-15,5	26,8	59,6	-32,8
De los que:												
Crudos de petróleo	0,4	32,0	-31,6	-	46,9	-46,9	-	24,3	-24,3	-	47,1	-47,1
Productos no energéticos	213,7	142,3	71,4	268,1	164,9	103,2	185,9	116,6	69,3	222,8	142,0	80,8
De los que:												
Productos animales, vegetales y alimenticios	32,4	31,7	0,7	31,5	41,7	-10,2	21,3	28,8	-7,5	30,7	29,9	0,8
Materias primas para la agricultura	3,3	2,3	1,0	3,3	2,6	0,7	2,4	1,9	0,5	3,6	2,5	0,6
Otras materias primas y semimanufacturadas	105,9	77,4	28,5	113,3	84,5	28,8	79,2	60,0	19,2	105,5	82,7	22,8
Bienes de consumo no duradero	13,0	14,0	-1,0	16,7	16,9	-0,2	10,6	12,9	-2,3	13,9	11,0	2,9
Bienes de consumo duradero	4,6	11,0	-6,4	5,3	11,3	-6,0	3,8	7,9	-4,1	4,3	8,8	-4,5
Automóviles	5,4	-	5,4	7,4	-	7,4	6,0	-	6,0	8,7	-	8,7
Maquinaria	21,7	4,9	16,8	30,8	6,9	23,9	21,7	4,6	17,1	26,0	6,3	19,7
Material de transporte	27,0	0,2	26,8	56,3	0,1	56,2	37,8	0,1	37,7	29,6	0,1	29,5
Total	244,9	179,8	65,1	296,3	227,6	68,7	207,3	153,5	53,8	249,6	201,6	48,0

Fuente: DGA y BE.

10. Distribución del comercio exterior de España por áreas económicas (a)

Porcentajes de participación con datos del año 1982

	OCDE		CEE		Estados Unidos		Otros OCDE		OPEP		COMECON		Otros de América		Resto del mundo	
	X	M	X	M	X	M	X	M	X	M	X	M	X	M	X	M
Productos energéticos	68,9	9,8	59,2	4,5	1,5	4,4	8,1	0,9	13,0	66,3	—	5,0	0,5	14,3	17,6	4,6
De los que:																
Crudos de petróleo	—	2,2	—	1,8	—	—	—	0,3	100,0	74,9	—	1,3	—	17,4	—	4,2
Productos no energéticos	61,0	83,7	44,8	48,9	6,8	20,0	9,4	14,8	15,2	0,8	2,9	1,8	8,1	5,8	12,8	7,9
De los que:																
Productos animales, vegetales y alimenticios	75,6	49,5	54,6	28,5	7,6	14,3	13,4	6,6	9,0	1,8	4,8	6,4	1,8	24,1	8,8	18,3
Materias primas para la agricultura	58,3	87,7	44,6	5,6	2,0	79,7	11,7	2,4	10,6	—	1,3	0,2	11,4	10,9	18,4	1,3
Otras materias primas y semimanufacturadas	56,5	81,1	39,3	53,5	6,4	11,0	10,8	16,6	21,3	1,5	3,4	2,0	5,6	5,0	13,4	10,4
Bienes de consumo no duradero	62,1	75,5	39,7	53,2	16,2	8,8	6,1	13,5	16,3	0,1	0,8	0,7	13,1	1,6	7,8	22,1
Bienes de consumo duradero	65,0	85,7	53,0	29,1	4,5	4,3	7,5	52,3	16,4	—	0,2	0,9	6,3	0,2	12,0	13,2
Automóviles	91,5	99,1	87,2	88,8	—	0,2	4,2	10,1	1,1	—	0,1	0,9	2,0	—	5,4	—
Maquinaria	52,6	98,0	37,7	61,6	6,3	19,5	8,6	16,8	16,1	—	3,4	0,5	17,1	0,2	10,8	1,4
Material de transporte	42,3	97,7	35,2	73,6	3,0	17,3	4,2	6,8	8,4	—	1,3	2,0	17,2	0,2	30,7	0,1
Productos totales	61,6	54,4	45,9	31,3	6,4	13,8	9,3	9,3	15,1	26,8	2,7	3,1	7,5	9,1	13,1	6,6

(a) La X significa exportaciones y la M importaciones.

Fuente: DGA y BE.

Estimaciones recientes de la demanda de disponibilidades y activos líquidos del público

La estabilidad de la función de demanda de dinero es una de las cuestiones más relevantes en el marco de la teoría y las aplicaciones de la política macroeconómica. Una función de demanda de dinero estable representa una condición necesaria para que las variables monetarias ejerzan una influencia predecible sobre la economía, de manera que el control de la cantidad de dinero por parte de las autoridades sea un instrumento útil de política económica.

De los trabajos realizados en el Servicio de Estudios del Banco de España, se deduce que las estimaciones empíricas de ecuaciones de demanda de dinero, en el período 1967-80, ofrecen los resultados más satisfactorios, en términos de estabilidad, para el caso de M_3 , y ella es una de las razones más importantes por las que se viene controlando este agregado monetario. Sin embargo, la evolución más reciente ha arrojado dudas sobre la estabilidad de dicha relación y ha obligado a las autoridades monetarias a prestar una atención creciente a un agregado más amplio de liquidez en manos del público, con el fin de tener en cuenta los procesos de sustitución entre activos monetarios y no monetarios, que han alcanzado gran intensidad con la aparición y desarrollo de nuevos instrumentos dotados de liquidez elevada y rentabilidades muy atractivas.

En esta nota, se exponen algunos resultados que, aun cuando con carácter provisional, confirman las intuiciones relativas a un desplazamiento probable de la ecuación de demanda de M_3 y a la mayor estabilidad que exhibe la ecuación de demanda correspondiente a un agregado más amplio (los activos líquidos del público -ALP-), que incluye, junto a las disponibilidades líquidas, instrumentos en poder del público, tales como bonos de caja y tesorería, letras en circulación, bonos y pagarés del Tesoro, certificados de regulación monetaria y títulos hipotecarios. En este sentido, los resultados que ahora se exponen vienen a confirmar la conveniencia de que las autoridades pasen a «definir sus objetivos cuantitativos tomando en consideración los procesos de sustitución entre activos monetarios y no monetarios y atendiendo a la evolución prevista de los activos líquidos totales en manos del público. Esta forma de proceder, consistente en corregir los objetivos de crecimiento de las disponibilidades líquidas a medida que se dispone de información documentada sobre los desplazamientos registrados por la demanda de dinero, resulta, en última instancia, capaz de asegurar, de la manera más fiable, la disciplina necesaria para lograr una reducción sistemática de la inflación» (Informe Anual del Banco de España 1982, pág. 203).

El tipo de función que se ha venido estimando (1) se representa a continuación:

Ecuación estimada

$$\Delta \log \left(\frac{M}{P} \right)_t = a_0 + \sum_{j=1}^3 a_j Q_{jt} + a_4 D_t + a_5 \Delta \log \left(\frac{M}{P} \right)_{t-1} +$$

$$+ a_6 \log Y_t + a_7 \Delta \log Y_{t-1} + a_8 \Delta \log P_t + a_9 r_t^1 + a_{10} r_{t-1}^s +$$

$$+ a_{11} \log \left(\frac{M}{PY} \right)_{t-1} + u_t$$

Definición de las variables

M: Disponibilidades líquidas.

P: Índice de Precios al Consumo (base 1970).

Y: PIB (base 1970).

r_t^1 : Rendimiento Interno de las Obligaciones (Total media simple).

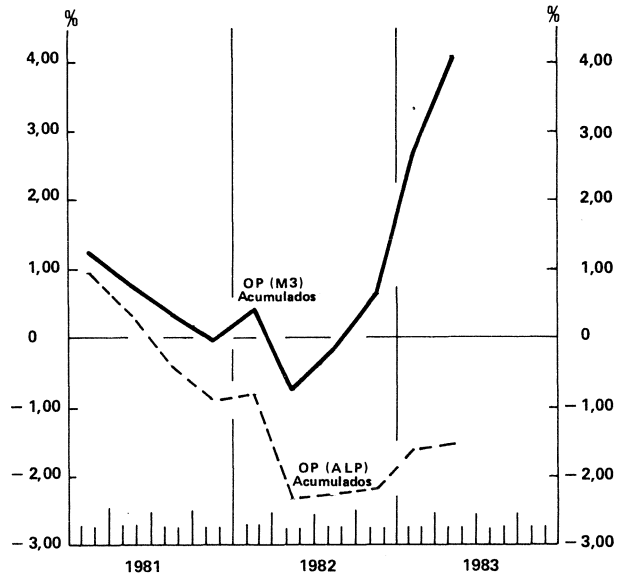
r_t^s : Tipo de Interés de los Depósitos a Plazo de menos de un año.

Q_{jt} : Variables artificiales estacionales.

D_t : Variable artificial diseñada para tener en cuenta el desplazamiento en la demanda de dinero después de 1974 (1).

Para juzgar su estabilidad, se prestará atención a los test *F* de cambio estructural en los parámetros, así como a los errores de predicción estática. La diferencia entre estos errores y los de predicción dinámica, que se utilizan en otros trabajos, reside en que para los primeros las variables endógenas desfasadas toman sus valores efectivos, mientras que para los segundos toman sus valores predichos. La elección de aquéllos reside en el argumento de que los últimos pueden dar una impresión confusa de los desplazamientos experimentados por la ecuación, ya que explican tanto los desfases en el ajuste de los saldos reales a los nuevos niveles de demanda de dinero como los desplazamientos en la

1. Errores de predicción: acumulados para M_3 y ALP (a)



(a). Los errores están cambiados de signo en su representación gráfica. EP = error de predicción porcentual.

función. Así, por ejemplo, si dicha función se hubiera desplazado una única vez, los errores de la simulación dinámica darían la impresión de una serie de desplazamientos sucesivos en los periodos siguientes. Como medida informativa de los errores de predicción estática, se tomará su suma de cuadrados sobre la varianza de estimación del periodo (1).

Tal como se comentaba previamente, el comportamiento en términos de estabilidad de la ecuación ha resultado ser satisfactorio hasta 1980, según se observa a partir de las dos primeras filas del cuadro 1. Los valores de los test *F* y de predicción eran de 0,9 y 14,3, muy por debajo de sus valores críticos respectivos. Sin embargo, cuando la ecuación se reestimó hasta 1980, prediciendo hasta mediados de 1983, el panorama varió sustancialmente. Tanto el test *F* como el de predicción, cuyos valores fueron 5,14 y 84,1, respectivamente, indicaban fuertes desplazamientos en la mayoría de los coeficientes, tal como se observa en las filas 2 y 3 del cuadro 1. Las elasticidades a largo plazo, mostradas en el cuadro 2, permanecen relativamente estables, si bien a corto plazo se reducen sustancialmente.

Como resultaba sorprendente que la mera adición de 10 observaciones invalidase los resultados anteriores,

(1) Véase el trabajo de Juan José Dolado: «Procedimientos de búsqueda de especificación dinámica: el caso de la demanda de M_3 en España», publicado en el n.º 27 de la serie (azul) de Estudios Económicos del Banco de España, en el año 1982.

(1) Presenta una distribución $\chi^2(T_2)$, siendo T_2 el número de periodos para los que se predice. Tanto esta distribución como la distribución *F* tienen carácter asintótico.

1. Ecuaciones estimadas (a)

Ecuaciones	Variable dependiente	Período	a_5	a_6	a_7	a_8	a_9	a_{10}	a_{11}	R^2	se (b)	H (c)	χ_{BP}^2 (d)
1	M_3	67 (I)-77 (IV)	0,154 (1,8)	0,063 (4,2)	0,081 (2,4)	-0,746 (5,1)	-0,804 (4,5)	0,500 (5,5)	-0,086 (4,6)	0,97	0,0032	0,3	8,0
2	M_3	67 (I)-80 (IV)	0,123 (2,8)	0,077 (4,9)	0,075 (2,2)	-0,701 (5,6)	-0,805 (6,1)	0,509 (5,7)	-0,097 (5,3)	0,97	0,0035	0,5	7,8
3	M_3	67 (I)-83 (II)	0,293 (2,2)	0,061 (3,5)	0,018 (0,7)	-0,614 (4,1)	-0,567 (3,7)	0,261 (2,6)	-0,072 (2,5)	0,95	0,0040	0,6	11,1
4	ALP	67 (I)-80 (IV)	0,311 (2,6)	0,056 (3,5)	0,093 (2,3)	-0,631 (4,4)	-0,690 (4,0)	0,409 (3,8)	-0,073 (3,6)	0,96	0,0043	0,4	11,3
5	ALP	67 (I)-83(II)	0,308 (2,4)	0,053 (3,0)	0,041 (1,0)	-0,638 (4,3)	-0,567 (3,5)	0,349 (3,1)	-0,067 (2,4)	0,94	0,0047	0,6	13,7

(a) En todos los casos también se estimó una constante, tres variables artificiales estacionales y una cuarta de desplazamiento. Entre paréntesis aparecen t-ratios.

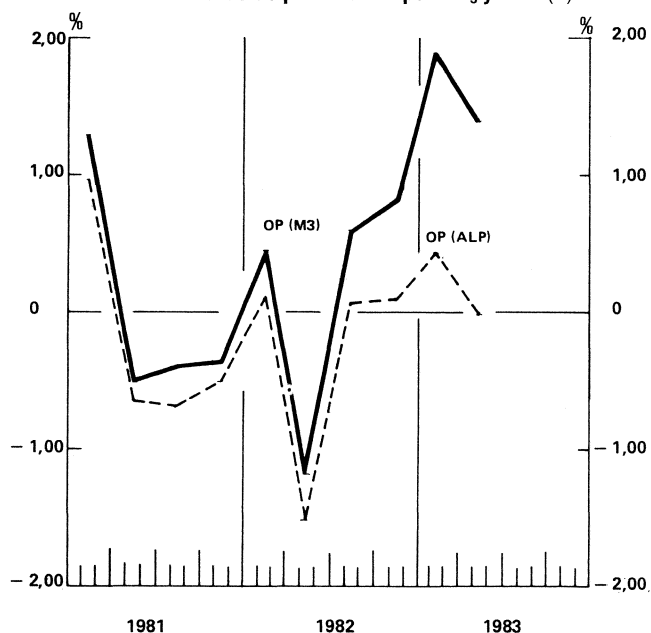
(b) se: error estándar de la estimación.

(c) H: estadístico H de Durbin.

(d) χ_{BP}^2 : estadístico de Box - Pierce.

se examinaron diversas reespecificaciones de la ecuación, que también resultaron ser insatisfactorias. El error de predicción acumulado que se muestra en el gráfico 1 era del 4 %, con signo negativo, si bien el carácter sobrepredicativo del modelo sólo quedaba reflejado en forma consistente desde mediados de 1982, tal como se observa en el gráfico 2. Dicho error acumulado representa una reducción en los saldos nominales

2. Errores de predicción: para M_3 y ALP (a)



(a). Los errores están cambiados de signo en su representación gráfica.
EP = error de predicción porcentual.

de M_2 de 644 m.m. de pesetas. Como el conjunto de títulos de liquidez muy elevada que han ido apareciendo desde 1974 supone unos saldos vivos de 1.077 m.m. de pesetas en el segundo trimestre de 1983, contiene el monto de dinero desplazado. Por tanto, parece que la cuantía del desplazamiento en la demanda de dinero se habría dirigido a financiar en un 60 % la adquisición de los «otros activos líquidos». Con el fin de recuperar la estabilidad, la vía natural consistía en incluir dichos activos en una definición más amplia de liquidez, dada su potencial sustituibilidad con los otros componentes de M_3 . A tal efecto, se construyó la nueva medida -ALP-, mediante la adición a M_3 de los Bonos de Caja y Tesorería, Letras en Circulación, Pagarés y Bonos del Tesoro, Certificados del Banco de España y Títulos Hipotecarios en manos del público. Las ecuaciones estimadas bajo la nueva definición de dinero se muestran en las filas 4 y 5 del cuadro 1, observándose una mayor estabilidad en los coeficientes, tal como refleja un valor del test F de 1,87, por debajo del nivel crítico del 5 %. Los errores de predicción, tal como se muestran en el gráfico 1, reducen el error acumulado a un 1,7 %, esta vez con signo positivo. El test de predicción se reduce a 20,2, de nuevo fuera de la región crítica, aunque esta vez al 2,5 %. El comportamiento de las elasticidades a largo plazo es similar al del caso de M_3 , lo cual no debe extrañar, ya que el comportamiento de ALP se halla todavía muy influido por el componente M_3 , siendo 2,5 el porcentaje medio que desde 1974 representan los instrumentos financieros enunciados anteriormente sobre el nivel de ALP. Sin embargo, el gráfico 1 refleja que los errores de predicción en algunos periodos todavía son grandes, lo que sugiere que la especificación de

2. Elasticidades a largo plazo

Ecuación	Renta	Tipos de interés (a)		Inflación (a)
		Corto	Largo	
2	1,78	5,24	-8,30	-7,23
3	1,84	3,62	-8,29	-8,53
4	1,77	5,61	-9,45	-8,64
5	1,79	5,20	-8,46	-9,52

(a) Se trata de semielasticidades.

demanda de dinero para la década de los 80 necesita de varios refinamientos (1).

En resumen, parece existir cierta evidencia de que la cuantía total de los desplazamientos en la función de demanda de M_3 se ha debido a la aparición de un conjunto de innovaciones financieras que han desplazado fondos hacia un tipo de instrumentos de fácil sustituibilidad con los componentes de aquel agregado monetario, hecho que debe ser tenido en cuenta en la programación e instrumentación de la política monetaria. Hay que señalar, sin embargo, que, aun cuando la ecuación de demanda de ALP parece mostrar una mayor estabilidad, ésta no puede calificarse de «perfecta», como se aprecia tras el examen de los errores y los contrastes realizados.

En estas circunstancias, la instrumentación de la política monetaria debe hacerse más flexible y cautelosa, evitando la sujeción rígida a un objetivo intermedio y acrecentando la atención prestada a la evolución de otras variables financieras y monetarias, para extraer la información contenida en los distintos agregados monetarios y crediticios y en los tipos de interés, y a la evolución misma de las variables que con mayor proximidad recogen la información relativa a los objetivos últimos de las autoridades, que, en nuestro caso, se concretan en la corrección de los desequilibrios internos y externos que obstaculizan el retorno a una senda más elevada de crecimiento económico sostenido.

28-XI-1983.

(1) Conviene resaltar que los resultados expuestos son provisionales, y se ven afectados por probables errores de medición del PIB, especialmente en el período más reciente. La medición de los activos líquidos en poder del público adolece, por otra parte, de algunos defectos de origen contable, que serán subsanados en un futuro inmediato.

Regulación financiera: tercer trimestre de 1983

Las novedades en la normativa del sistema financiero introducidas durante el pasado trimestre afectan, dentro del área del control de cambios, a la tipificación de los delitos monetarios, a cuya regulación se le otorga, además, rango de ley orgánica. En las diversas modalidades de deuda pública del Estado existentes, hay que registrar algunas modificaciones en la forma de suscribir pagarés del Tesoro y la aparición de las obligaciones del Estado, con la doble posibilidad de suscribir participando en la subasta o, posteriormente, a un tipo de interés fijado en función de la misma.

Para bancos y cajas de ahorros, se ha elevado en un punto el coeficiente legal de caja, al tiempo que la remuneración de los depósitos obligatorios que lo complementan pasa a ser fijada libremente por el Banco de España, que la ha establecido en el 10 por 100 anual. También se han modificado algunos de los estados contables que estas entidades deben remitir periódicamente al Banco de España. Por otra parte, para bancos, cajas y entidades de crédito cooperativo calificadas se ha abierto la posibilidad de que el Instituto de Crédito Oficial subvencione directamente el crédito a la exportación que concedan.

Finalmente, la Ley de Presupuestos para 1983 ha ampliado la gama de activos sobre la que deben informar a las autoridades fiscales los intermediarios que participen en su emisión o negociación.

Delitos monetarios

El capítulo II de la Ley 40/1979, de 10 de diciembre, sobre régimen jurídico del control de cambios, que regula los delitos monetarios, contiene determinados conceptos que afectan al derecho a la libertad personal. Por ello, en aras de una mayor seguridad jurídica y de acuerdo con la Constitución, se ha optado por conferir naturaleza de ley orgánica al citado capítulo, circunstancia que ha sido aprovechada para introducir determinadas modificaciones, de alcance fundamentalmente técnico, en la tipificación de las conductas constitutivas de delito monetario.

Estas modificaciones, contenidas en la ley orgánica 10/1983, de 16 de agosto, afectan, en primer lugar, al punto tercero del apartado A del artículo sexto de la ley, cuya redacción, ahora más explícita, establece que cometen delito monetario los residentes que, sin autorización previa o habiéndola obtenido mediante delito, adquieran a título oneroso bienes muebles o inmuebles en el extranjero o títulos mobiliarios emitidos en el exterior, acepten préstamos o créditos de no residentes, los otorguen, o garanticen obligaciones de no

residentes. Todo ello en cuantía superior a dos millones de pesetas.

Con las mismas condiciones, continúan siendo delito monetario la exportación de cualquier medio de pago, giro o crédito cifrado en monedas nacional o extranjera, su importación cuando estén cifrados en pesetas y la aceptación o realización en territorio español de cualquier pago, entrega o cesión de pesetas de un no residente, o por su cuenta. Asimismo, no se modifica lo anteriormente dispuesto en materia de cesión obligatoria de las divisas poseídas por residentes, de su obtención ilícita o de su utilización para fin distinto del autorizado.

Como segunda novedad, se establece la responsabilidad civil de la sociedad, empresa o personas que integren una organización en cuyo seno se cometan delitos monetarios, subsidiaria de la ya preexistente que recae sobre las personas físicas que efectivamente ejerzan la dirección y gestión de la entidad y sobre aquellas por cuya cuenta obren, siempre que tengan conocimiento de los hechos.

Pagarés del Tesoro

El funcionamiento de los mercados primario y secundario de pagarés del Tesoro está regulado por la CBE n.º 1/1983, de 15 de enero. Manteniendo lo fundamental de esta normativa, dos acuerdos del Consejo Ejecutivo del Banco de España, adoptados en sus sesiones de 28 de junio y 7 de octubre de 1983, han modificado aspectos parciales en la presentación de peticiones para las subastas.

La primera de estas modificaciones se refiere a las peticiones competitivas, abriendo la posibilidad de que las entidades delegadas e intermediarios financieros formulen por vía telefónica hasta diez peticiones en nombre propio, por emisión y titular. Las comunicaciones correspondientes deben efectuarse, de acuerdo con un modelo que se crea, en la fecha límite de presentación de peticiones y durante la media hora que precede a la hora fijada como límite en el anuncio de cada subasta.

Como confirmación, las entidades que se acojan a este sistema pueden optar por presentar, en la misma fecha y en la sucursal del Banco de España designada para retirar los pagarés, una carta cuyo modelo se establece, o bien vía télex, en las condiciones establecidas en la CBE 23/1982, de 2 de noviembre.

Con esto, para las entidades afectadas, se acercan los mecanismos de suscripción de los pagarés del Tesoro y de los certificados de regulación monetaria.

La segunda modificación afecta al importe nominal de los pagarés a un año, que pasa a ser de 500.000 pesetas o múltiplo de dicha cantidad, en lugar del millón existente hasta ahora, importe, este último, que se mantiene para los pagarés a seis meses.

Obligaciones del Estado

Dentro de los límites fijados para la emisión de deuda pública por la Ley de Presupuestos para 1983 y con el fin de favorecer una evolución más ordenada del mercado de valores, el Ministerio de Economía y Hacienda había anunciado el propósito de repartir en el tiempo su recurso al mercado, de diversificar las características de los títulos y de adecuar sus condiciones a las vigentes en el mercado en cada momento. En esta línea, el RD 2168/1983, de 4 de agosto, dispuso tres emisiones distintas, no desgravables y con un límite conjunto de 100.000 millones de pesetas, ampliable en el importe necesario para atender el canje voluntario de los títulos de la emisión de 20 de diciembre de 1980 no amortizados mediante sorteo (Resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 12 de septiembre de 1983).

Dos de estas emisiones (OM de 16 de agosto de 1983 y CBE n.º 9/1983, de 24 de agosto) se instrumentan en bonos del Estado: la primera a tres años, con un interés nominal del 15,75 %, y la segunda a cuatro años, con un interés nominal del 16 %. La tercera de ellas (OM de 2 de septiembre de 1983 y CBE n.º 10/1983, de 20 de septiembre) se formaliza en obligaciones del Estado a ocho años (si bien tanto los tenedores como el Estado podrán exigir su amortización a los cinco años), con algunas novedades en la forma de emisión.

La suscripción de obligaciones, cuyo nominal es de 10.000 pesetas, puede realizarse mediante dos procedimientos. En primer lugar, participando en la subasta en la que cualquier persona física o jurídica puede formular cuantas ofertas desee, con un mínimo de 50 títulos para cada una y señalando el tipo de interés anual (con dos decimales: el último, cero o cinco) que se desea recibir. La presentación de cada oferta representa un compromiso firme de adquirir los títulos reseñados, en el caso de que sea aceptada, y exige la realización simultánea de un ingreso en el Banco de España a favor del Tesoro, del 2 % del nominal solicitado.

Para la resolución de la subasta, se ordenan las ofertas recibidas, de menor a mayor tipo de interés, y una Comisión, análoga a la de los pagarés del Tesoro, fija el tipo de interés máximo aceptado. Todas las ofertas que hubieran solicitado una rentabilidad menor o igual quedan aceptadas, y, en función de ellas, se calcula el tipo de interés medio ponderado que, redondeado hasta el cuarto de punto más próximo, pasa a ser el tipo nominal de la emisión.

Para determinar el importe a ingresar por cada oferta, existen dos posibilidades. Las peticiones que solicitaban un tipo de interés igual o inferior al tipo de emisión resultante deben ingresar el 99,5 % del nominal solicitado, con lo que su tipo de interés efectivo será algo superior al de la emisión. Para las ofertas aceptadas que solicitaban un tipo de interés superior al de emisión resultante, el ingreso a realizar será menor, ya que, percibiendo los mismos intereses que en el caso anterior, éstos han de representar sobre dicho ingreso una rentabilidad igual a la que se obtendría al suscribir obligaciones al tipo de interés solicitado y desembolsando tan sólo el 99,5 % del nominal.

Una vez concluida esta fase, se abre una segunda posibilidad de suscripción a la par, al tipo de interés que haya resultado para la emisión y con un importe máximo de 25 millones de pesetas por suscriptor.

Coeficiente de caja y depósitos obligatorios remunerados

Para la ejecución de la política monetaria, el Banco de España cuenta, entre otros, con dos instrumentos complementarios: el coeficiente de caja, que el Banco de España puede variar libremente entre el 5 y el 9 % de los pasivos computables y cuyo numerador no está remunerado, y los depósitos obligatorios (1), que puede elevar hasta el 4 % de los mismos pasivos y cuyos activos computables estaban hasta ahora remunerados al tipo de interés básico del Banco de España.

Dada la negativa repercusión que sobre las cuentas de resultados de las entidades afectadas podrían tener elevaciones del nivel de estos instrumentos exigidas por el cumplimiento de los objetivos de crecimiento de las magnitudes monetarias, la OM de 2 de agosto de 1983 autorizó al Banco de España para fijar libremente el tipo de interés aplicable a los citados depósitos obligatorios.

(1) Véase «Regulación bancaria: 2.º trimestre de 1983», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1983, pág. 21.

Por ello, cuando el Consejo Ejecutivo del Banco de España decidió, en su reunión de 10 de agosto de 1983, elevar el coeficiente de caja de los bancos y cajas de ahorros al 7,75 % de los pasivos computables, estimó conveniente hacer uso de dicha autorización, elevando al 10 % anual la remuneración de los depósitos obligatorios.

Ambas medidas, recogidas en la CBE n.º 8/1983, de 10 de agosto, entraron en vigor el día 13 de dicho mes.

No ha sido modificado el coeficiente de caja de las entidades de crédito cooperativo, cuyo nivel de 6,75 % se alcanzará cuando finalice, en diciembre de 1983, el calendario de adaptación establecido.

Crédito a la exportación: subvenciones del Instituto de Crédito Oficial

Para generar los fondos necesarios para la financiación privilegiada a la exportación, además del caso especial del Banco Exterior de España (L 12/1971, de 19 de junio; RDL 15/1977, de 25 de febrero, y OM de 17 de marzo de 1977), fueron establecidos determinados porcentajes mínimos dentro del tramo de créditos de regulación especial del coeficiente de inversión de la banca privada (RDL 15/1977, de 25 de febrero, desarrollado por OM de 17 de marzo de 1977, y CBE n.º 135, de 22 de abril de 1977) y de las cajas de ahorros (OM de 29 de abril de 1978 y CBE n.º 30, de 16 de mayo de 1978), una parte de los cuales debía destinarse a financiar las exportaciones de bienes de equipo reguladas por D 1838/1974, de 22 de junio, y RD 2294/1979, de 14 de septiembre.

Se contaba también con la posibilidad, actualmente regulada por OM de 14 de abril de 1982, de cubrir una parte del subcoeficiente de fondos públicos de la banca privada con nuevos créditos a más de cinco años, concedidos al amparo del D 1838/1974 y RD 2294/1979, ya citados (1).

Finalmente, el RDL 6/1982, de 2 de abril, y disposiciones que lo desarrollan (2) autorizaban al Instituto de Crédito Oficial para refinar para bancos (incluido el Exterior de España) y cajas de ahorros los créditos o

(1) Véase «Regulación bancaria: 2.º trimestre de 1982», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1982, págs. 43-44.

(2) Véase «Regulación bancaria: 4.º trimestre de 1982», en *Boletín Económico* del Banco de España, marzo de 1983, pág. 28.

efectos especiales destinados a la financiación de exportaciones, hasta el límite que para cada ejercicio señalara la correspondiente Ley de Presupuestos.

Precisamente como complemento de este sistema de financiación, la L 11/1983, de 16 de agosto, de medidas financieras de estímulo a la exportación, ha establecido la posibilidad de que el Instituto de Crédito Oficial subvencione directamente los créditos destinados a financiar exportaciones que concedan bancos, cajas y entidades de crédito cooperativo calificadas.

Reglamentariamente se establecerá la forma de calcular el coste de mercado de los recursos utilizados en estas operaciones y su producto para la entidad financiadora. La subvención cubrirá la diferencia entre ambos, más un margen que será fijado con carácter anual. La Ley de Presupuestos de cada ejercicio dotará al Ministerio de Economía y Hacienda con un crédito ampliable para esta finalidad, cuyas operaciones derivadas estarán recogidas en el presupuesto anual de ingresos y gastos del Instituto de Crédito Oficial.

Este sistema de subvenciones permite a las entidades de depósito financiar directamente las exportaciones, sin necesidad de la doble apertura de cuentas exigida hasta ahora para la refinanciación en el Instituto de Crédito Oficial. Supone, por tanto, un sistema más ágil y sencillo, y se espera que de él derive una mejora de la balanza de capitales a corto plazo por la anticipación de la entrada de divisas.

Mejoras en la información contable

La aparición de nuevos activos de naturaleza cuasimonetaria viene introduciendo perturbaciones en la ejecución de la política monetaria, que ya han sido objeto de comentarios en este Boletín y que exigen disponer de información sobre los mismos con la suficiente rapidez y amplitud. Todo ello, unido a la conveniencia de conocer mejor la evolución de los tipos de interés pasivos, ha llevado al Consejo Ejecutivo del Banco de España a introducir algunas modificaciones en la información contable que las entidades de depósito deben remitir periódicamente.

Con el Oficio Circular de 19 de julio de 1983, se revisa y unifica el modelo de avance de datos del balance confidencial que, con carácter mensual, estaba establecido para la banca privada (por CBE n.º 47, de 10 de junio de 1970, modificada por OC de 25 de enero de 1980) y para las cajas de ahorros (por CBE n.º 60, de 25 de enero de 1980).

El nuevo modelo incluye las siguientes operaciones:

a) Activos en pesetas y en moneda extranjera: crédito al sector público, al sector privado (total e importe de la cartera comercial) y deudores en mora, en litigio o de dudoso cobro. b) Pasivos en pesetas: sector público (total y cuentas de recaudación), sector privado (depósitos a la vista, de ahorro y a plazo más ahorro vinculado), y empréstitos y títulos hipotecarios en circulación. c) De orden: efectos redescontados en el Banco de España o en circulación bajo nuestro endoso.

El primer avance a remitir según el nuevo modelo, que se refiere sólo a los negocios en España, es el correspondiente al 31 de agosto, si bien en el correspondiente al 31 de julio ha de incluirse el importe de los efectos en circulación bajo endoso de la entidad.

Para las cajas de ahorros, el balance y estados complementarios establecidos en la CBE n.º 20/1981, de 30 de junio, han sido modificados por la CBE n.º 7/1983, de 22 de julio, con efectos desde el día primero del mes siguiente. Se establece, en primer lugar, un nuevo estado de periodicidad mensual denominado «Detalle de empréstitos en circulación», que incluye amplia información sobre los mismos. Dentro de las cuentas de orden del balance, se introducen dos nuevos epígrafes denominados «Empréstitos propios comprados» y «Empréstitos emitidos pendientes de suscripción», especificando que sólo se considerarán suscritos (pasando entonces al pasivo) cuando hayan sido pagados o se haya hecho la provisión correspondiente en cuenta indisponible. Finalmente, como información complementaria del balance, se añade el epígrafe «Valor nominal de los empréstitos propios en circulación», en el que se distingue según sean títulos hipotecarios o no, y en el que las emisiones a descuento deben figurar por su valor efectivo de colocación.

En relación a los tipos de interés pasivos, y sólo para la banca privada, el Oficio Circular de 26 de julio de 1983 crea un nuevo estado, a cumplimentar a partir de 1 de agosto, relativo a los tipos de interés más altos que esté practicando cada entidad en operaciones que no los tengan regulados.

Distinguiendo por tramos, según los importes nominales, la información solicitada se refiere a cuentas a la vista de otros intermediarios financieros y de corporaciones locales, y, desagregando por plazos, a imposiciones a plazo, certificados de depósito, efectos de propia financiación y efectos de la cartera endosados. En los rendimientos sobre los que hay obligación de practicar retenciones, se debe informar de los tipos brutos, y, cuando las retenciones no existen, del tipo de descuento y del rendimiento anual efectivo equivalente.

El nuevo modelo ha de enviarse el día primero de cada trimestre natural, y siempre que la entidad modifique su política de tipos pasivos.

Información fiscal

La obligación de informar a la administración tributaria que introdujo el RDL 24/1982, de 28 de diciembre, para los agentes de cambio y bolsa, corredores de comercio, juntas sindicales de las bolsas y notarios que intervinieran en la emisión, suscripción y transmisión de valores mobiliarios, otros valores o efectos de comercio, quedó limitada a los valores mobiliarios por la Ley 5/1983, de 29 de junio, y fue extendida a las instituciones de crédito, sociedades mediadoras en el mercado de dinero y demás intermediarios financieros, respecto a operaciones que implicasen la captación o colocación de recursos a través de cualquier clase de títulos o efectos (1).

Tendiendo a homogeneizar el tratamiento fiscal de las diferentes posibilidades de inversión, independientemente de cómo se instrumenten, la Ley 9/1983, de 13 de julio, de presupuestos generales, amplía la gama de operaciones sobre las que deben informar los intermediarios participantes, mencionando explícitamente la emisión, suscripción y transmisión de valores mobiliarios, otros títulos valores, efectos de comercio, efectos públicos, cualquiera otra que implique directa o indirectamente la captación o colocación de recursos a través de valores o efectos, y la emisión de certificados, resguardos o documentos representativos de inversiones filatélicas, numismáticas y en metales u objetos preciosos.

También la gama de intermediarios que deben informar se amplía, obligando, además de a los citados más arriba, a cualquier persona física o jurídica que se dedique habitualmente a la intermediación y colocación de valores mobiliarios, efectos de comercio o efectos públicos, o a la promoción de inversiones filatélicas, numismáticas y en metales u objetos preciosos.

5-XI-1983.

(1) Véase «Regulación bancaria: 2.º trimestre de 1983», en *Boletín Económico* del Banco de España, julio-agosto de 1983, pág. 20.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en octubre 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				
COMERCIALES Y MIXTOS												
EXTERIOR DE ESPAÑA (7-X-83).....	=	=	15,00	17,00	=	16,00	17,50	18,50	18,00	=	=	=
GUIPUZCOANO (28-X-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	18,00	(4,00)	=	=
MARCH (10-X-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	25,00	=	=
INDUSTRIALES Y DE NEGOCIOS												
INDUSTRIAL DEL TAJO (25-X-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	21,00	=	18,00	21,00
UNION (15-IX-83).....	11,50	13,50	15,50	=	17,00	=	18,00	19,00	=	=	=	21,00
EXTRANJEROS												
ARABE ESPAÑOL (19-X-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	28,00	28,00	=	=
BANKERS TRUST CO. (4-X-83).....	=	=	=	=	=	24,13	22,00	=	=	=	=	=
(13-X-83).....	=	=	=	=	=	24,50	21,88	=	28,00	=	=	=
(20-X-83).....	=	=	=	=	=	25,13	22,50	=	27,00	=	=	=
BARKLAYS BANK INTERNT. (8-X-83).....	=	=	=	=	=	22,75	20,88	=	=	=	=	=
(14-X-83).....	=	=	=	=	=	23,25	=	=	=	=	=	=
(18-X-83).....	=	=	=	=	=	23,75	=	=	=	=	=	=
(20-X-83).....	=	=	=	=	=	24,00	21,00	=	=	=	=	=
(25-X-83).....	=	=	=	=	=	23,88	=	=	=	=	=	=
(28-X-83).....	=	=	=	=	=	23,00	=	=	=	=	=	=
BRASIL (26-X-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	21,00	=	19,00	22,00
BRUXELLES LAMBERT (6-X-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	23,00	23,00	18,00	=
CITIBANK (14-X-83).....	24,50	24,00	23,75	21,25	=	23,75	21,25	=	27,00	=	=	=
CONTINENTAL BANK												
(3-X-83).....	17,70	19,50	19,90	=	=	22,75	=	=	27,00	27,00	=	=
(10-X-83).....	18,25	=	=	=	=	=	=	=	27,50	27,50	=	=
(11-X-83).....	18,45	19,75	20,15	=	=	23,00	=	=	27,75	27,75	=	=
(13-X-83).....	19,20	20,00	20,40	=	=	23,25	=	=	28,50	28,50	=	=
(14-X-83).....	=	20,20	20,60	=	=	23,50	=	=	=	=	=	=
(18-X-83).....	19,70	20,70	21,00	=	=	24,00	=	=	29,00	29,00	=	=
(25-X-83).....	18,25	20,20	20,60	=	=	23,50	=	=	27,50	27,50	=	=
(28-X-83).....	17,50	19,50	20,15	=	=	23,00	=	=	26,75	26,75	=	=
CHASE MANHATTAN BANK (13-X-83).....	=	=	25,75	24,00	=	25,88	25,88	=	28,88	=	=	=
CHEMICAL BANK (30-IX-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	27,00	=	=	=
DRESDNER BANK (7-X-83).....	23,60	=	22,70	17,95	=	24,05	21,85	=	=	=	=	=
(18-X-83).....	25,30	=	23,85	18,00	=	25,35	21,95	=	28,00	28,00	=	=

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

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

(continuación) 2
 Modificaciones en octubre de 1983

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-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-I-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
FIRST N. BANK OF CHICAGO												
(1-X-83).....	=	=	22,25	19,75	=	23,25	21,25	=	=	=	=	=
(8-X-83).....	=	=	22,38	=	=	23,38	=	=	=	=	=	=
(15-X-83).....	=	=	23,25	20,00	=	24,25	21,50	=	=	=	=	=
(21-X-83).....	=	=	23,75	20,75	=	24,75	22,25	=	=	=	=	=
(29-X-83).....	=	=	21,50	20,75	=	22,50	22,25	=	=	=	=	=
MIDLAND BANK												
(4-X-83).....	=	=	=	=	=	25,00	=	=	28,00	=	=	=
(18-X-83).....	=	=	=	=	=	26,00	=	=	29,00	=	=	=
(19-X-83).....	=	=	=	=	=	23,00	=	=	26,00	=	=	=
(27-X-83).....	=	=	=	=	=	20,00	=	=	23,00	=	=	=
(28-X-83).....	=	=	=	=	=	21,00	=	=	24,00	=	=	=
MORGAN GUARANTY												
(4-X-83).....	23,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(13-X-83).....	24,75	=	=	18,50	=	=	21,50	=	=	=	=	=
(18-X-83).....	25,00	=	23,25	21,50	=	24,25	=	=	=	=	=	=
(26-X-83).....	22,50	=	21,38	18,75	=	22,75	21,25	=	=	=	=	=
NATIONAL WESTMINSTER												
(27-X-83).....	=	=	22,75	21,25	=	23,25	22,00	=	=	=	=	=
PARIBAS												
(19-X-83).....	11,50	13,50	=	=	=	=	=	=	27,00	=	=	=
(31-X-83).....	=	=	13,50	=	=	=	=	=	=	=	=	=
TOKYO												
(26-X-83).....	=	=	=	=	=	24,00	=	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORRO												
BADAJOS												
(18-X-83).....	=	=	=	=	=	=	=	=	16,00	=	=	=
GUADALAJARA												
(31-X-83).....	=	=	=	13,00	=	=	=	=	=	=	=	=
LEON												
(14-X-83).....	=	=	=	=	=	14,00	15,00	16,00	20,00	(5,00)	=	21,00
STA. CRUZ DE TENERIFE												
(10-X-83).....	10,50	13,50	14,50	17,00	17,50	=	=	=	=	=	=	=
SEGOVIA												
(10-X-83).....	10,50	12,50	14,00	=	16,50	15,00	15,50	=	=	19,00	=	=
VALENCIA												
(31-X-83).....	=	=	11,00	=	=	=	15,00	=	=	=	=	=

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

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
11/83 de 21 de octubre	Cooperativas de crédito. Modificaciones a la Circular 3/81 y 1/82. Balance, cuenta de resultados y estados complementarios.	3 noviembre 1983
12/83 de 25 de octubre	Entidades de depósito. Cómputo de títulos hipotecarios en los coeficientes de caja.	28 octubre 1983
13/83 de 28 de octubre	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de deuda del Estado, interior y amortizable. Bonos del Estado. Segundo período de suscripción.	1 noviembre 1983
Corrección de 7-X-83 a la Circular 1/83 de 15 de enero	Anula y sustituye las páginas 2 y 4.	—

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
Carta Circular de 19 de octubre de 1983 (Referencia interna C.V. 8/83)	Banca privada. Cumplimiento de normas sobre Registro Oficial de Altos Cargos de la Banca.	—

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.

ANTONI ESPASA

AN ECONOMETRIC STUDY OF A MONTHLY INDICATOR OF ECONOMIC ACTIVITY—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8310

El indicador seleccionado para este estudio, que nosotros denominamos CP, es cualitativo y recoge los cambios en la cartera de pedidos del sector industrial español. Indicadores de este tipo son muy importantes para el análisis a corto plazo de la coyuntura económica, en donde se hace hincapié en el momento tendencial y cíclico de la economía. Para tales fines, los métodos utilizados son, normalmente, univariantes. Sin embargo, los resultados de este trabajo para la serie CP indican:

- a) que es factible la construcción de modelos econométricos dinámicos mensuales para explicar la evolución de estos indicadores, sin tener que ajustar los datos, previamente, de su variación estacional;
- b) que estos modelos econométricos son especialmente útiles, pues con ellos se puede señalar qué variables explicativas son las responsables de las distintas subidas y bajadas cíclicas del indicador; y
- c) que con el modelo econométrico se consiguen mejores predicciones que con modelos univariantes.

En la primera parte del trabajo se especifica y estima un modelo ARIMA univariante para CP. Estos resultados se utilizan como punto de referencia sobre las cualidades mínimas de un ajuste para dicho indicador, que deberán superarse con modelos posteriores que contienen más información. El interés principal en esta parte, pues, es el de captar los aspectos más relevantes del indicador que habrá que tener en cuenta en la cons-

trucción de un modelo econométrico para el mismo. Tales aspectos resultan ser los siguientes:

- 1) el nivel del indicador no está sujeto a una tendencia y solamente muestra fluctuaciones locales;
- 2) la estacionalidad de la serie CP se explica mediante operadores estacionarios; y
- 3) su comportamiento cíclico se capta mejor mediante factores de medias móviles que mediante operadores autorregresivos.

En la segunda parte del trabajo se explica la evolución de CP mediante un modelo econométrico uniecuacional de retardos racionales distribuidos. En él, las variables explicativas son las disponibilidades líquidas en pesetas constantes, MR3, los precios relativos de la energía, PRE, y el tipo de cambio efectivo real de la peseta, ITPC. En dicho modelo se calculan las contribuciones de cada variable en la evolución de CP y se las denomina con las siglas de la variable correspondiente, señaladas con un asterisco. Comparando MR3 con MR3* se observa en esta última una evolución mucho menos oscilante que en la primera, lo cual puede interpretarse en el sentido de que la cartera de pedidos es sensible a la senda de medio y largo plazo seguida por la oferta monetaria, pero no a las oscilaciones de corto plazo sobre la misma.

De la estimación de los retardos racionales distribuidos sobre cada una de las variables explicativas, se obtiene que $\Delta MR3 - \Delta$ es el operador de primeras diferencias— influye en ΔCP con un retraso de dos meses, y su efecto tarda en completarse un año; ΔPRE tiene una influencia instantánea que se prolonga durante más de un año, y $\Delta ITPC$ actúa sobre ΔCP con un mes de retardo, y el correspondiente efecto se completa en siete meses.

