

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

mayo 1984

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 Discurso pronunciado por el excelentísimo señor don José Ramón Álvarez Rendueles, Gobernador del Banco de España, ante el Consejo General, el 30 de mayo de 1984.
- 15 Evolución monetaria internacional
- 19 Evolución monetaria
- 24 Empleo y paro en el primer trimestre de 1984
- 30 Sector público
- 33 Las nuevas series de crédito interno
- 49 Información del Banco de España
- 50 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en abril de 1984.
- 52 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 53 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 55 Indicadores económicos

Discurso pronunciado por el excelentísimo señor don José Ramón Álvarez Rendueles, Gobernador del Banco de España, ante el Consejo General, el 30 de mayo de 1984

Señores Consejeros:

A lo largo de los últimos siete años he tenido el honor de dirigirme a este Consejo General en fechas similares a la de hoy, con motivo de la presentación del Informe Anual, para ofrecer una exposición y algunas consideraciones sobre la evolución general de la economía y, de un modo especial, sobre los temas y problemas principales del ámbito propio de las competencias del Banco de España.

Ha sido un largo período lleno de dificultades en el que, por una parte, la política monetaria ha debido desempeñar un papel destacado e ingrato en el esfuerzo por corregir los desequilibrios básicos que han venido atenazando a nuestra economía y, por otra parte, hemos tenido que afrontar una crisis bancaria de grandes proporciones que hubiera podido tener gravísimas consecuencias para nuestro sistema económico.

En 1978 parecía que el mundo occidental había absorbido ya el impacto del encarecimiento de la energía y otros productos primarios, acaecido en 1973-1974, y que existían posibilidades de una pronta recuperación mundial que facilitase los reajustes que la economía española tenía pendientes tras el difícil período de la transición política. Pero la segunda elevación de los precios de la energía en 1979-80 vino a conmovier, de nuevo,

a todas las economías y a incidir sobre una situación en la que, por debajo del optimismo y los buenos deseos, persistían fuertes elementos de inestabilidad dispuestos a expresarse de modo ostensible. El efecto del segundo encarecimiento de los precios de la energía se vio acompañado de políticas restrictivas muy estrictas en la gran mayoría de los países industriales, los cuales se habían convencido, tras la experiencia de los años anteriores, de que sólo mediante políticas disciplinadas sería posible corregir los desequilibrios y forzar los ajustes necesarios para situar sus economías en condiciones de iniciar una nueva fase de expansión sostenida. Y el resultado fue, ciertamente, un considerable avance en los ajustes de numerosos países industriales, pero también la iniciación, en 1980, del período más agudo de recesión que ha vivido la economía mundial en la segunda posguerra.

El año 1983 ha presenciado el fin de ese proceso contractivo y el comienzo de la tan esperada reactivación. El año se inició con augurios sombríos tras la crisis de liquidez exterior que se había puesto de manifiesto, a mediados de 1982, en numerosos países en vías de desarrollo, que sometió a tensiones muy graves al sistema financiero internacional y obligó a esos países a someterse a operaciones depresivas muy dolorosas. Sin embargo, la intensa recuperación de la economía americana trajo nuevos alientos a la eco-

nomía internacional que se extendieron, desde mediados de año, a la mayoría de los demás países industriales y que dominaron sobre los factores contractivos procedentes del mundo en desarrollo.

Durante los meses transcurridos del año actual la recuperación en Estados Unidos continúa afianzándose, pese a la constante amenaza de los altos tipos de interés, y continúa asimismo la mejora de la situación económica en algunos países industriales europeos. No obstante, en el panorama económico mundial el problema de la deuda exterior de un buen número de países en vías de desarrollo se extiende y demanda, cada vez con más intensidad, soluciones a largo plazo frente a las provisionalmente adoptadas. Soluciones que tratan de encontrar los países acreedores, en los que los respectivos sistemas bancarios se encuentran fuertemente implicados, y que requerirán sin duda una decidida colaboración de los gobiernos y un reforzamiento de los organismos internacionales. A todos interesa despejar la incógnita de cómo los países deudores van a poder hacer frente a su elevada deuda exterior y es preciso encontrar soluciones realistas que combinen sacrificios razonables en el interior de las economías endeudadas con una devolución de la deuda que haga posible evitar daños irreparables a las instituciones bancarias de los países acreedores.

La mejora en el clima de la economía mundial afectó favorablemente a la economía española. El producto interior bruto aumentó un 2.2 % en términos reales en 1983 –según las estimaciones del Servicio de Estudios del Banco de España–, crecimiento que se compara favorablemente tanto con el registrado en nuestro país el año precedente (un 1.2 %) como con el obtenido por

los países industriales europeos en 1983 (un 1 %). De ese crecimiento cabe imputar 1.5 puntos porcentuales al sector exterior, como resultado de la mejora de los mercados de exportación y de la ventaja de competitividad otorgada a los bienes y servicios españoles por la depreciación de la peseta. La demanda interna mantuvo, por el contrario, un ritmo de avance muy lento, que hay que atribuir, por componentes de la demanda, al consumo –pues la inversión retrocedió de nuevo en 1983– y, por agentes económicos, al sector público– porque la contribución total neta del sector privado a la demanda interna fue nula en el pasado año–. En conjunto, el mayor estímulo de la demanda agregada permitió una mejora de la producción, que fue especialmente significativa en la industria, donde se habían registrado retrocesos en los años anteriores.

La política monetaria de signo restrictivo desarrollada a lo largo del período no impidió esa recuperación de la producción y contribuyó a la reducción de los desequilibrios monetarios externos e internos. En el sector exterior, la fuerte mejora de las exportaciones y el leve retroceso de las importaciones en términos reales condujeron a una reducción importante del déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, que pasó de unos 4.200 millones de dólares en 1982 a unos 2.500 millones en 1983. Al tiempo, el mercado de cambios alcanzó una situación equilibrada: desaparecieron las expectativas de depreciación de la peseta y se cortó la pérdida de reservas exteriores que había venido resultando de la intervención cambiaria. En el frente interno, la tasa de inflación, en medias anuales y medida por los precios al consumo, descendió del 14.4 % en 1982 al 12.2 % en 1983. Esta moderación apreciable del ritmo de crecimiento de los precios encontró, sin embargo, considerables dificultades

como consecuencia, por una parte, del efecto de la depreciación de la peseta sobre los precios interiores de las importaciones y, por otra, del impacto alcista de los costes laborales por unidad de producto, que apenas redujeron su ritmo de aumento respecto del año anterior a pesar del avance más rápido de la productividad.

En resumen, el año 1983 mostró un conjunto de resultados favorables tras el período anterior de recesión intensa y, aunque la inversión interior registró una nueva caída y el nivel de empleo aún descendió, estos retrocesos fueron, en ambos casos, de intensidad menor que en el año precedente —especialmente en los bienes de equipo, por lo que se refiere a la inversión, y en el empleo industrial—. Sin embargo, la tasa de inflación y los impulsos que la animan continuaron siendo intensos, la situación del empleo continuó registrando los efectos tanto de la debilidad de la demanda como de las rigideces e inercias que afectan al mercado de trabajo y continuaron actuando, en fin, el conjunto de factores que se expresan, en último término, en el nivel y el crecimiento del déficit de las cuentas públicas. Es éste un tema al que he venido dedicando considerable extensión en mis discursos de presentación del Informe Anual en años anteriores y sobre el que me creo obligado, hoy, a llamar la atención, una vez más, porque constituye, en mi opinión, el obstáculo más importante que tiene planteado la economía española para mantener el proceso de reducción de sus desequilibrios monetarios y para recuperar su potencial de expansión y creación de puestos de trabajo.

No creo que pueda decirse que el Banco de España ha venido manteniendo, en estos últimos años, una «doctrina» sobre los problemas de la economía española. Las dificultades del período

han sido demasiado complejas y cambiantes para poder reducir su interpretación a esquemas rígidos y sus soluciones a recetas simplistas. Pero sí creo que cabe afirmar que el Banco ha mantenido una interpretación coherente en relación con las inflexibilidades de mercado, las malas asignaciones de recursos y el obstáculo que unas y otras constituyen para los ajustes de nuestra economía. La persistencia de esas rigideces e ineficiencias se convierte en una carga excesiva que dificulta unas adaptaciones que, como la experiencia reciente demuestra, sólo consiguen superar, en un plazo relativamente breve, las economías más flexibles y menos dispuestas a mantener marcos institucionales y estructuras productivas que son, a la larga, insostenibles. Y esa carga excesiva que soporta, en último término, todo el país tiende a expresarse, por vías directas e indirectas, en las cuentas públicas, cuyos déficit reflejan el papel asumido por el sector público como asegurador de los riesgos de los ciudadanos —un papel que, cuando supera ciertos límites, acaba multiplicando los problemas que desea paliar—.

No se trata de condenar, por principio, todo déficit público —aunque pasado un cierto nivel, todos plantean graves problemas de financiación—; ni de negar la utilización anticíclica de los déficit— aunque la experiencia histórica ha mostrado, en muchos países, cómo las inercias y rigideces de los gastos y los ingresos públicos tienden a convertir en permanentes los déficit que se instrumentaron como compensatorios y temporales—. Se trata de señalar que el diverso origen y contenido de los déficit les otorga significados económicos muy distintos; y que las características del déficit español son tales que lo configuran como una rémora para la recuperación y la expansión sostenida de nuestra economía y ni si-

quiera le otorgan un contenido redistributivo eficaz.

Bajo el impulso de rigideces de mercado, sistemas de seguridad social de imposible extrapolación hacia el futuro y malas asignaciones de recursos que ninguna evolución económica previsible conseguirá subsanar, los gastos totales de las Administraciones Públicas han pasado de representar un 27 % del PIB en 1979 a representar un 38 % en 1983; y aunque los ingresos públicos totales, medidos del mismo modo, han avanzado desde el 25 % hasta el 32 % en el mismo período, el déficit público se ha ampliado con celeridad y ha pasado de representar un 1.9 % del PIB en 1979 a suponer un 5.9 % de dicha magnitud en el último año.

Es cierto que el aumento del déficit público ha sido bastante más moderado en 1983 que en los años anteriores; pero no creo que estén suficientemente controlados los problemas reales que acaban adoptando una expresión financiera en la ampliación del déficit; y, además, éste ha alcanzado ya un volumen tal que las cargas derivadas de su financiación tienden a autoalimentarlo en cuantía importante y su financiación, aún en su nivel relativo actual, genera graves efectos sobre el conjunto de la economía.

El ahorro del sector público, que en los años sesenta y los primeros años setenta venía a reforzar modestamente la capacidad de financiación interna de la economía, es hoy fuertemente negativo. El déficit público, que representaba un 7 % del ahorro interior bruto del sector privado en 1979, ascendió al 30 % de dicho ahorro privado en 1983. En consecuencia, la financiación absorbida por el sector público en el último quinquenio ha aumentado a una tasa media anual del 45 %,

mientras que la financiación recibida por el sector privado lo hacía a tasas descendentes desde el 15 % al 10 % en ese mismo período. Se ha producido, por tanto, un importante efecto de desplazamiento del sector privado por el sector público, instrumentado mediante racionamientos crediticios y presiones sobre los tipos de interés, que se expresa, en último término, en estos hechos: en 1979, la participación del sector público en el total de pasivos financieros de la economía (excluidas las acciones) era del 12 %; en 1983, ha alcanzado el 32 %.

Presiones financieras tan intensas no pueden ocurrir sin generar distorsiones y dificultades en el conjunto de la economía.

En primer lugar, en las posibilidades de inversión de las empresas del sector privado. La experiencia histórica muestra que existe una estrecha relación entre la inversión privada y la financiación externa recibida por el sector. Por otra parte, la estructura financiera de las empresas españolas se ha deteriorado considerablemente a lo largo de este período de dificultades y su autonomía financiera ha descendido notablemente en consecuencia. Según los primeros resultados obtenidos por la Nueva Central de Balances del Banco de España, la autofinanciación de las empresas privadas sólo alcanzó, en el promedio de 1981 y 1982, un 21 % de sus inmovilizaciones totales. No quiero insistir en una cifra que aún está en proceso de depuración; pero no cabe duda de que la capacidad de autofinanciación de las empresas privadas españolas es muy baja y que su dependencia de la financiación externa ha aumentado en estos años. En consecuencia, los fuertes déficit públicos, al hacer más difícil y costosa la financiación externa de las empresas, obstaculizan la recuperación de la inversión privada

y erosionan el potencial de generación de empleo de la economía.

En segundo lugar, las intensas necesidades de financiación del sector público dificultan la corrección de los desequilibrios monetarios y el desarrollo de una política monetaria encaminada a reducirlos.

Por grandes que sean los esfuerzos realizados para encontrar una financiación estable del déficit público en el ahorro del sector privado, unas necesidades públicas tan fuertes y rápidamente crecientes acaban tendiendo a cubrirse, en alta medida, en el sistema crediticio, con expansión monetaria o mediante la generación de activos de elevada liquidez. Esto plantea gravísimas dificultades al desarrollo de una política de disciplina monetaria. Los problemas son obvios si la financiación se efectúa con una expansión de la base monetaria que permita una aceleración del ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero. Esto significa renunciar al control monetario y aceptar, sin grandes retrasos, una aceleración de la inflación y la acumulación de presiones sobre el mercado de cambios y la balanza de pagos. Si se trata de eludir estos riesgos y la financiación se instrumenta mediante la colocación de títulos públicos de alta liquidez en el sistema bancario en condiciones de mercado –bien porque se coloquen directamente títulos emitidos por el Tesoro en la banca privada, bien porque el Banco Central financie al Tesoro y después emita activos para absorber los excesos de liquidez generados (que es el caso del Banco de España con los Certificados de Regulación Monetaria)–, los resultados dependerán de la evolución de las necesidades de financiación del sector público. La moderación de éstas hará posible mantener controlada la situación, aunque no sin dificultades. Pero si esas

necesidades financieras públicas continúan siendo intensas y crecientes, la acumulación de títulos públicos a corto plazo en las carteras bancarias colocará en una situación de precariedad a la política monetaria y elevará continuamente los costes financieros del déficit público.

Una situación de tales características tiende a buscar una salida, casi inevitablemente, a través de la introducción de coeficientes obligatorios en las entidades de crédito –o mediante la ampliación de los ya existentes–. La demanda artificial de títulos así creada tiende a aliviar los problemas, aunque no sin reservas. Por una parte, la introducción de coeficientes legales tiende a pesar sobre los recursos obtenidos por las entidades de crédito a través de los pasivos sobre los que recaen dichos coeficientes; y esto induce a las instituciones bancarias afectadas a expandir la creación de otros pasivos no sometidos a coeficientes y a impulsar procesos un tanto artificiosos de desintermediación bancaria. Y, por otra parte, los coeficientes habrán de ser reiteradamente ampliados si el déficit y las correspondientes necesidades financieras del sector público no entran en cauces de moderación.

Estos han sido, expresados en términos generales, los temas que han acuciado a la política monetaria a lo largo del último período. Como indiqué antes, el Gobierno formuló unos objetivos de política monetaria para 1983 que eran moderadamente restrictivos y que han contribuido a reducir apreciablemente los desequilibrios monetarios en el año. El Banco de España consiguió unos resultados que se adaptaron con notable precisión a los objetivos del Gobierno; pero sólo lo logró afrontando importantes dificultades en su instrumentación a lo largo del año.

Por una parte, el deseo del público de mantener posiciones de alta liquidez y rentabilidad, la disposición de las entidades bancarias a atender esas preferencias eludiendo el peso de los coeficientes legales y el esfuerzo del Gobierno por encontrar financiación en los segmentos más cortos del mercado financiero estaban llevando al desarrollo de una amplia gama de activos distintos de los depósitos que satisfacían los deseos de liquidez del público y quedaban fuera de las disponibilidades líquidas, es decir, de la magnitud que había venido constituyendo la referencia básica del control monetario. Por otra parte, la fuerte presión de las necesidades financieras del sector público llevó a la constitución de una importantísima cartera de certificados de regulación monetaria en las entidades de crédito, cuyos frecuentes vencimientos constituían una amenaza continua para el desarrollo de la política monetaria y cuya renovación imponía altos tipos de interés. Todo ello obligaba a replantear los mecanismos de control monetario que habíamos forjado y depurado en los años anteriores. En primer lugar, resultó preciso tomar como referencia de la política monetaria no sólo las disponibilidades líquidas, sino también los activos líquidos totales en manos del público; y, puesto que una parte de éstos escapaba a las posibilidades de control del Banco de España, éste hubo de regular las disponibilidades líquidas revisando frecuentemente sus objetivos en relación con la evolución observada en la magnitud más amplia de los activos líquidos totales. La instrumentación de esta política resultaba difícil porque las actuaciones sobre el ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas afectaban a la tasa de creación de los activos líquidos no monetarios; de modo que el Banco hubo de recurrir transitoriamente a solicitar de los bancos una mayor moderación en la generación de esos otros activos y

la instrumentación de la política monetaria hubo de ser modificada, en último término, de modo que el control pudiera extenderse uniformemente a todas las entidades de crédito relevantes y a los activos de alta liquidez creados al margen de los depósitos. En segundo lugar, la necesidad de estabilizar la financiación del déficit público y eliminar así la precariedad de las condiciones en que venía desarrollándose la política monetaria ha acabado llevando a una redefinición y ampliación de los coeficientes legales.

Se ha llegado así a una situación de mayor tranquilidad, que no puede ocultar, sin embargo, los peligros que para la reducción de los desequilibrios monetarios podrían derivar de nuevos crecimientos en las necesidades de financiación del sector público. Si el déficit público no se modera, el control monetario se verá sometido a crecientes dificultades y tenderán a realimentarse las expectativas de inflación. El problema puede verse en términos estrictamente monetarios y financieros –que es, naturalmente, la perspectiva propia del Banco de España–; pero, como he señalado antes, lo importante es dirigir la atención a ese conjunto de factores reales que impulsan los déficit públicos y que quedan más allá de las simples consideraciones financieras y fiscales para enfrentarnos con los problemas de la resistencia general de nuestra economía a los ajustes que son inevitables, si ha de defender su potencial de crecimiento y de generación de empleo.

El año 1984 se plantea con perspectivas favorables en varias direcciones. Continúan la recuperación de la economía mundial y el impulso que de ella están derivando nuestras exportaciones. No hay que ignorar, desde luego, los problemas que el déficit público americano y una posible elevación consiguiente de los tipos de interés

pueden resultar para esa recuperación, pero cabe confiar en que ésta continúe en los próximos meses. Nuestra actividad industrial parece haber entrado en una fase de mejora en los primeros meses de 1984 y es seguro que la climatología va a conducir a unos resultados agrarios excelentes, tras varios años de dificultades para el campo. En estas condiciones, parece posible que la economía española alcance una tasa de crecimiento del 2.5 %, en términos reales, en el año actual, mientras el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente se reduce hasta alcanzar una cifra modesta, situada en torno a los 600 millones de dólares. También se registrará una tendencia al descenso en la tasa de inflación: aunque los convenios colectivos vienen cerrándose a tasas superiores a las señaladas como deseables por el Gobierno, los precios al consumo pueden moderar su avance en torno a un 8-8.5 % a lo largo del año, de modo que el ritmo de inflación interanual descienda a un 10 ó 10.5 %. Sin embargo, la consolidación de estos desarrollos favorables en una expansión firme puede verse frustrada si no se consigue frenar el crecimiento del déficit público y el despliegue de los efectos perturbadores que genera.

No quiero limitarme hoy, sin embargo, a hablar de la evolución actual y los problemas inmediatos de nuestra economía. He vivido al frente de esta institución siete años difíciles, pero también fructíferos; siete años en los que nos han acosado los problemas, pero en los cuales el Banco de España ha dado la medida de sus capacidades y ha hecho esfuerzos profundos para responder a las exigencias que cabe dirigir a un banco central moderno. Así que permitanme ustedes que aproveche la oportunidad que me ofrece la presentación del Informe Anual para hacer una breve recapitulación, ante este Consejo General, de lo que

han sido las líneas principales de actuación del Banco en esos siete años.

Desde un punto de vista institucional, el período se articula en torno a la Ley de Organos Rectores de 21 de junio de 1980, que precisó la configuración jurídica y el ámbito de competencias del Banco de España, reguló sus órganos rectores y reconoció a la institución la autonomía que un banco central precisa para desarrollar con eficacia las políticas que le son encomendadas. Y deseo subrayar que esos márgenes de autonomía han sido efectivos dentro de las directrices marcadas por los Gobiernos y de las restricciones generales resultantes de la evolución general de la economía; que los puntos de vista y las propuestas del Banco han sido siempre requeridos y escuchados y que, una vez fijados los objetivos que expresaban las políticas de los diferentes Gobiernos, el Banco ha dispuesto de amplios márgenes de libertad para instrumentar las actuaciones conducentes al logro de esos objetivos.

En el campo de la política monetaria, el Banco de España ha insistido en la necesidad de reducir los desequilibrios monetarios, internos y externos, que ha venido padeciendo nuestra economía, ha desempeñado con convicción el papel que le está atribuido de defender el valor del dinero y luchar contra la inflación y ha propugnado una política económica general orientada a conseguir los reajustes que nuestra economía requiere para recuperar su capacidad de crecimiento.

Al servicio de esa política, el Banco de España ha desarrollado y puesto a punto, en estos años, un mecanismo preciso y complejo de regulación monetaria, basado en actuaciones diarias y en

una información abundante, que creo puede compararse sin desdoro con los sistemas de control monetario más avanzados de que disponen los países industriales. Su aplicación ha inducido un desarrollo considerable del mercado monetario y una mejora de las técnicas bancarias de administración de tesorería, ha eliminado las fluctuaciones intensas de las magnitudes reguladas y ha permitido una notable precisión en el logro de los objetivos de expansión monetaria propuestos por el Gobierno.

La aplicación de esta política monetaria activa y continua, basada en la actuación a través de los mercados, simétrica en sus instrumentos de inyección y detracción de liquidez y centrada en el control de las cantidades, aunque teniendo presente la evolución de los tipos de interés y del mercado cambiario, ha estado necesariamente unida al deseo del Banco de España de flexibilizar el sistema crediticio, aumentar la competitividad de sus instituciones y potenciar los mecanismos de mercado. Partíamos de un sistema fuertemente regulado, sometido a abundantes limitaciones en sus operaciones, precios rígidos y especializaciones forzadas por la Ley; y hemos tratado de conseguir un sistema más abierto, donde los tipos de interés cumplieren en mayor grado su función de asignar los recursos y donde las diversas instituciones buscaran su especialización en función de sus preferencias y no a partir de imposiciones legales.

No es preciso insistir, porque ya me he referido a ello con anterioridad, en que el rápido avance del déficit y las necesidades de financiación del sector público han venido a conmover, en los últimos años, tanto los mecanismos instrumentales de la política monetaria como el proceso de flexibilización del sistema crediticio. Ya he ha-

blado de los avatares de la política monetaria en estas circunstancias y de la necesidad en que nos hemos encontrado de revisar no sólo sus instrumentos, sino incluso las magnitudes básicas de referencia en la definición de objetivos para poder mantener su control monetario eficaz. Y ya me he referido también al proceso de redefinición y ampliación de los coeficientes legales, abordado con el deseo de conservar, en lo posible, los mecanismos de mercado y sin ignorar que el déficit público estaba interrumpiendo un proceso muy deseable de liberalización del sistema crediticio. Creo que puede afirmarse que las autoridades son conscientes de los aspectos negativos de esa interrupción y de que ése es uno de los argumentos más importantes que obligan a buscar una rápida moderación del déficit público.

El segundo frente de grandes problemas en el período —y, en muchos momentos, el más acuñante— ha sido el relativo a la crisis bancaria. Cuando se observaron las primeras señales de la crisis, a principios de 1978, no podía preverse la profundidad que la misma iba a adquirir en los cinco años siguientes, hasta culminar en la expropiación, en febrero de 1983, del grupo RUMASA y de los veinte bancos que en él se integraban. En esos cinco años han sufrido importantes problemas 51 de los 110 bancos españoles que operaban al comienzo del período y la crisis ha afectado a un 20 % del total de depósitos y a casi dos billones y medio de pesetas de pasivos bancarios.

Sin embargo, los efectos potenciales de una crisis bancaria tan extensa y virulenta no pueden medirse simplemente por su impacto sobre el volumen de pasivos directa e inmediatamente afectados y sobre las economías de los tres millo-

nes y medio de personas físicas o jurídicas que eran titulares de esos pasivos. Una crisis bancaria de tales proporciones, si no hubiera sido controlada y atajada, habría generado efectos en cascada sobre todo el sistema financiero y sobre el conjunto de la economía nacional; la incertidumbre, la destrucción de activos y la huida hacia la liquidez resultantes del colapso financiero habrían sumido a la economía real en una depresión profunda. La experiencia histórica muestra que nada hay tan catastrófico para la actividad económica como una crisis bancaria intensa y generalizada.

Una vez adoptada la decisión —que creo sustancialmente correcta— de afrontar y atajar la crisis bancaria, sucedía, sin embargo, que, al igual que otros muchos países enfrentados con procesos semejantes, carecíamos de unos mecanismos adecuados para ofrecer una respuesta organizada a los problemas que iban a plantearse. El Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, creado en noviembre de 1977, cuando se propagaban ya los rumores sobre determinadas instituciones, suponía una respuesta meramente compensatoria y parcial, ni preventiva ni curativa, puesto que la garantía sólo entraba en funcionamiento cuando el banco afectado hubiese entrado en situación de suspensión de pagos. En enero de 1978 se flexibilizó la actuación del Fondo de Garantía de Depósitos, permitiendo que se adelantasen los fondos para atender con normalidad a posibles retiradas de pasivos, pero sin que los recursos utilizados pudieran superar el importe de los depósitos garantizables. Aunque sólo se estaba al comienzo de la crisis, el instrumento disponible era claramente insuficiente.

Por ello, en marzo de 1978 se creó Corporación Bancaria, S.A., en un esfuerzo conjunto del Banco

de España y la banca privada por disponer de un medio que permitiera proporcionar a los bancos en crisis los recursos humanos necesarios para una gestión adecuada y ayudar al saneamiento de su patrimonio. A medida que la crisis se desarrollaba e iba afectando a bancos de mayor dimensión, fue haciéndose, sin embargo, cada vez más patente la insuficiencia de Corporación Bancaria. Así se llegó al cambio fundamental de estrategia de marzo de 1980, que dotó de personalidad jurídica al Fondo de Garantía de Depósitos y le autorizó para que actuase no sólo como garante de los depósitos, sino también como entidad capacitada para reflotar los bancos en crisis. Ese nuevo marco normativo y sus sucesivas modificaciones y ampliaciones han dado al Fondo una gran capacidad de actuación, que ha permitido afrontar las graves dificultades que cada caso ha planteado, ha hecho posible tratar cada banco afectado de acuerdo con las exigencias de sus problemas específicos y ha resultado fundamental, en definitiva, para resolver la crisis.

Si el tratamiento de cada entidad afectada ha sido distinto en función de las peculiaridades de sus problemas, los criterios generales aplicados han sido uniformes para todas ellas: en primer lugar, se ha buscado siempre la solución menos costosa, lo cual ha llevado a reflotar los bancos y evitar la suspensión de pagos en todos los casos menos uno; en segundo lugar, se ha procurado impedir que el saneamiento de los bancos pudiera resultar en beneficio de sus antiguos accionistas y gestores; en tercer lugar, se ha dado a los bancos un contenido patrimonial suficiente para que pudieran replantearse su actividad, lo cual ha llevado al saneamiento de los activos, la recomposición de los recursos propios y la concesión de ayudas transitorias; y, en fin, se ha tratado de reducir todo lo posible la permanencia de los bancos bajo la gestión transitoria del Fondo.

No cabe duda de que el proceso de aislamiento y superación de una crisis bancaria tan importante ha sido muy costoso. Sin embargo, lo verdaderamente significativo es comparar ese coste con el que se habría producido en el caso de haber optado por otras alternativas. Y hay que decir que tales comparaciones son favorables a la línea adoptada. Por ejemplo, si el Fondo de Garantía se hubiera limitado a hacer frente al importe máximo garantizado por depositante –de acuerdo con su concepción inicial–, los cálculos más razonables que tienen en cuenta los quebrantos y la lentitud que afectan a las recuperaciones de recursos a partir de situaciones de suspensión de pagos muestran que las pérdidas del Fondo habrían superado en un 25 % a aquellas en que ha incurrido con el procedimiento efectivamente seguido. Pero esta comparación no considera los efectos que cualquier otra alternativa habría tenido para el empleo de los 20.000 trabajadores de los bancos saneados y, sobre todo, los efectos que se habrían seguido de la pérdida de confianza, nacional e internacional, en el sistema bancario y de la consiguiente destrucción de activos financieros.

Para el Banco de España, la crisis bancaria ha sido una dura prueba, abundante en dificultades técnicas y sinsabores personales. Hoy podemos decir, por fortuna, que el tema está sustancialmente cerrado. También hay que decir que la experiencia nos ha llevado a reforzar considerablemente las medidas precautorias: a fortalecer los servicios de inspección de las entidades de crédito y ahorro, a ser estrictos en la exigencia de la constitución de fondos de previsión en relación con activos perjudicados en su calidad e incluso a requerir prudencia de las entidades a la hora de fijar las distribuciones de dividendos.

El Bancò no hubiera podido sortear todas las dificultades que la crisis ha planteado si no hubiera contado, en todo momento, con el apoyo y la confianza de los Gobiernos que se han sucedido en estos años. Entiendo que ese apoyo y esa confianza, así como la atención con que siempre se han escuchado nuestros criterios y sugerencias, hay que atribuirlos, en parte, al esfuerzo del Banco por servir las directrices gubernamentales con pulcritud y espíritu de colaboración y por mejorar continuamente su nivel técnico y organizativo.

Desde hace años, el Banco se ha esforzado en la labor de selección del personal a su servicio y en la mejora de su organización interna, con lo que ha podido hacer frente a las nuevas exigencias planteadas. Ello ha sido posible gracias a la libertad de actuación de que ha dispuesto la institución y ha dado como resultado el que, con independencia de las características de los diferentes Gobiernos que han dirigido nuestro país en estos años, el Banco siempre haya podido colaborar con la mayor eficacia posible en la solución de los problemas económicos planteados, en un ambiente de diálogo y teniendo siempre presente que su autonomía estaba limitada al desarrollo de directrices superiores de la política económica. Y, como decía el pasado año en un acto como éste, las consideraciones que el Banco ha recibido de nuestras autoridades pueden interpretarse como reconocimiento de los esfuerzos realizados para mejorar la calidad de los servicios prestados.

Y concluyo. Estos años en que he tenido el honor de estar al frente de esta casa han sido un período abundante en problemas en todos los frentes de actuación del Banco. He tratado en todo momento de afrontar los problemas con

decisión y creo haberme entregado plenamente a la tarea que se me encomendó, por dos veces, de dirigir este Banco de España. Me siento relativamente satisfecho de los resultados conseguidos y muy orgulloso de haber tenido el privilegio de trabajar en esta institución. Pero, obviamente, lo conseguido ha sido fruto del trabajo en equipo y de la entrega entusiasmada y constante de quienes me han ayudado más directamente en la dirección del Banco. A ellos quiero agradecer en este acto de manera muy especial la ayuda que me han prestado. A Vds., señores Consejeros, y a quienes han desempeñado esta función en años anteriores, debo expresar mi enorme gratitud por su valioso asesoramiento y por su entrega constante al Banco. Al Subgobernador quiero, asimismo, mostrarle de manera muy especial mi agradecimiento por su constante dedicación y por su ayuda permanente en la dirección de esta casa. A los Directores Generales quiero expresarles también mi inmensa gratitud por el ejemplar desempeño de sus funciones y por la colaboración que me han prestado. Así como a todos los Jefes y empleados que, al cumplir con su deber, han incrementado la eficacia de esta institución y, con su dedicación y entrega, han hecho posible que el Banco haya respondido satisfactoriamente a los retos que en estos difíciles años se le han planteado.

Evolución monetaria internacional

Continuando la evolución que se inició a mediados de marzo de este año, durante las semanas comprendidas entre el 23 de abril y el 18 de mayo, los mercados cambiarios internacionales volvieron a asistir a una elevación sostenida del dólar USA. Ello parece confirmar un cambio en la tendencia con que la divisa americana inició 1984, aun cuando, al final del período objeto de comentario, este proceso mostraba síntomas de agotamiento y daba paso, en el momento de cerrar este informe, a un retroceso generalizado de su cotización.

La apreciación registrada por el dólar USA a lo largo del período es significativa, tanto por su intensidad, del orden de un 4 % respecto al franco francés y al marco alemán, como por su generalidad, pues afectó incluso al yen japonés cuya cotización frente al dólar USA se depreció cerca de un 3 %, después de haber sido la moneda que se mantuvo con mayor firmeza. Como resultado de estos hechos, la divisa americana se apreció un 1,7 % frente al DEG.

Desde una perspectiva temporal más amplia, este movimiento alcista que el dólar USA ha registrado le ha llevado a alcanzar unas cotizaciones frente a las divisas más significativas, que se sitúan muy cerca de las registradas en el mes de diciembre de 1983, recuperado parte del terreno perdido entre finales de enero y mediados de marzo del presente año, y, en algunos casos, mejorando las posiciones de finales del año anterior. El origen de este movimiento al alza del dólar USA debe buscarse, en última instancia, en la progresiva disipación del grado de incertidumbre que presidía los mercados cambiarios internacionales acerca de la evolución futura de los tipos de interés y que se había traducido en un comportamiento errático, pero con tendencia a la baja, en las cotizaciones del dólar USA en los dos primeros meses de 1984.

Como tantas veces se ha repetido, la evolución de los tipos de interés americanos aparece condicionada, de un lado, por el crecimiento económico estadounidense, y, de otro, por los objetivos de política monetaria de la Reserva Federal y por su determinación para cumplirlos. Ya desde principios del mes de abril, se percibían en Estados Unidos síntomas inequívocos de elevación de los tipos de interés, que en el período de análisis no han hecho sino confirmarse. Así, el pasado 4 de mayo, se produjo una nueva subida —la tercera desde mediados de marzo— de 0,5 puntos porcentuales en el tipo de interés preferencial de los bancos americanos (*prime rate*), situándose en un 12,5 % a su nivel más alto desde el verano de 1982. Por otro lado, los indicadores económicos publicados durante el mes de abril no hacen sino confirmar una excelente salud de la economía americana, cuyo PIB experimentó un crecimiento real del 8,8 %, en términos anuales, durante el primer trimestre

1. Cotización al contado de las principales monedas

Cambios medios correspondientes a la semana del 14 al 18 de mayo de 1984

	Valor del derecho especial de giro		
	Unidades nacionales por DEG	Variación porcentual (a)	
		Respecto media días 16/20 ABR 1984	Respecto última semana 1983
Dólar USA	1,04	1,68	0,37
Yen japonés	240,62	-1,18	1,23
Franco suizo	2,36	-2,12	-3,43
Libra esterlina	0,75	-0,61	-3,15
Marco alemán	2,86	-2,53	0,06
Franco belga	58,27	-2,11	0,22
Florín holandés	3,22	-2,20	-0,04
Franco francés	8,79	-2,31	-0,33
Lira italiana	1.763,80	-2,14	-1,28
Peseta	160,09	-1,11	2,74

(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 16/20 ABR 1984	Respecto última semana 1983
Yen japonés	231,75	-2,98	0,44
Franco suizo	2,27	-3,81	-3,75
Libra esterlina (b)	1,39	-2,21	-3,36
Marco alemán	2,75	-4,23	-0,39
Franco belga	56,04	-3,82	0,02
Florín holandés	3,10	-3,85	-0,35
Franco francés	8,46	-4,01	-0,78
Lira italiana	1.696,72	-3,83	-1,75
Peseta	153,90	-2,75	2,36

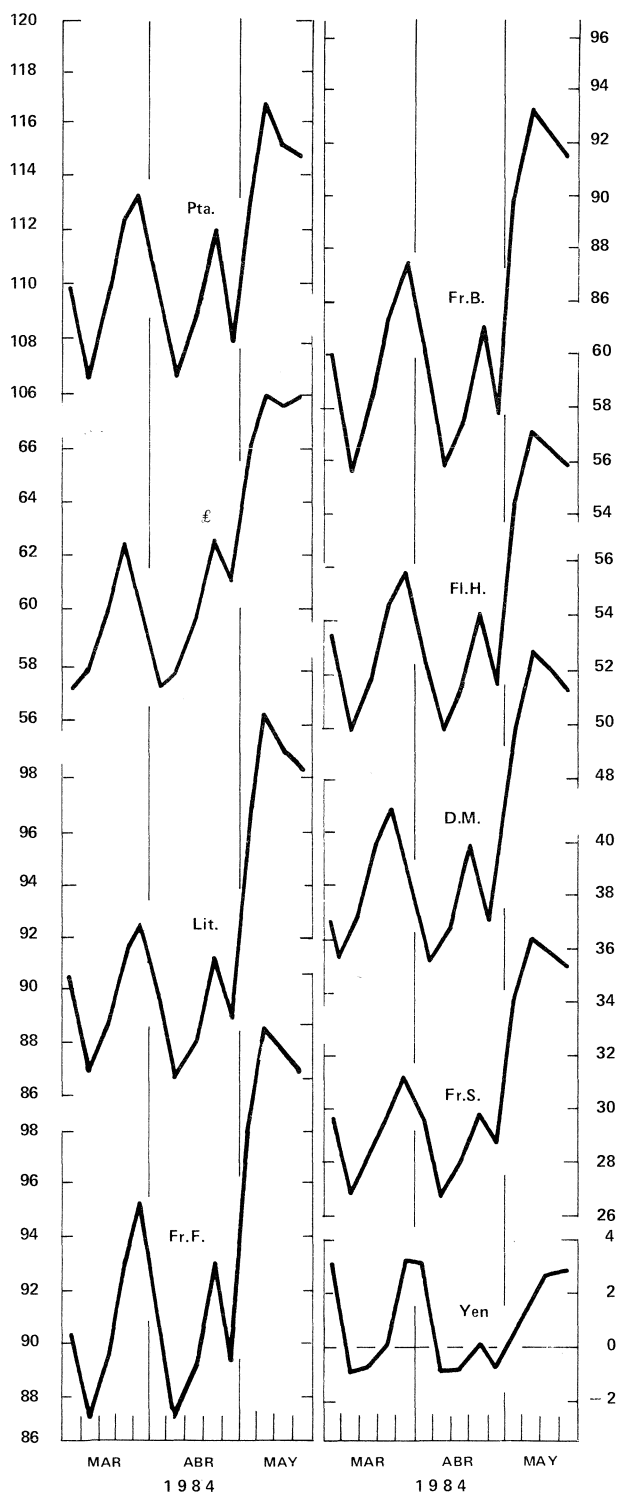
(a) Apreciación (+) o depreciación (-) de cada moneda frente al dólar USA.

(b) En dólares USA por unidad nacional.

de este año. Este porcentaje apunta, para el conjunto del año, un crecimiento superior al que se esperaba, lo que obliga a pensar en una mayor presión de la demanda de crédito del sector privado, que se acumulará a la derivada del fuerte déficit fiscal. Por último, las expectativas de firmeza de los tipos de interés se han reafirmado, a causa de un aumento mayor de lo esperado en la masa monetaria americana, anunciado en la última semana del período.

1. Cotización al contado del dólar (⌘)

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



Por otra parte, los factores que podrían presionar a la baja en las cotizaciones del dólar USA han ejercido poca influencia. Entre ellos, pueden citarse los rumores de insolvencia, después confirmados, de uno de los principales bancos americanos (1) y la tensión existente, hace tiempo, entre la Reserva Federal y el ejecutivo americano acerca de la política adecuada sobre los tipos de interés — que ha provocado la dimisión del jefe de los asesores económicos del presidente—.

Respecto a otras monedas, cabe destacar la debilidad frente al dólar USA del yen japonés— que registró su nivel más bajo en 3 meses, a pesar de la intervención del Banco del Japón—, ante la sensibilidad de su moneda a los conflictos en Oriente Medio y la posibilidad de quedar afectados los suministros de petróleo, vitales para su industria. Este conflicto ha ayudado circunstancialmente a la libra esterlina, al elevarse el precio del petróleo del Mar del Norte. Asimismo, puede señalarse el comportamiento del marco alemán, que continúa debilitándose a causa de problemas sociales internos, favoreciendo la pujanza del dólar. Esta falta de demanda de marcos tiene la ventaja de mantener al SME sin tensiones, y así puede ponerse como ejemplo el franco belga, que si bien continúa siendo la moneda más débil del sistema, se situó confortablemente por encima de su límite inferior de divergencia.

En cuanto al mercado del oro, la cotización se vio muy influida por la evolución del dólar USA, alcanzando su más bajo valor a finales de la primera semana de mayo. Posteriormente, las tensiones políticas internacionales influyeron en una leve apreciación, terminando el período a 376 dólares la onza, lo que significa una pérdida de 7 dólares respecto a su valor a comienzos del período considerado.

La evolución del tipo de cambio de la peseta

Durante el período transcurridos entre el 27 de abril y el 18 de mayo, persistieron los factores, ya señalados en anteriores *Boletines Económicos*, que desde finales del año pasado han venido presionando al alza la cotización de la peseta. Ello determinó, de nuevo, a las autoridades monetarias a intervenir en el mercado de

cambios comprando dólares, con el propósito de moderar las fluctuaciones excesivas y coyunturales de la peseta, que podrían traducirse en una excesiva apreciación de su tipo de cambio efectivo real. De este modo, durante las tres primeras semanas del período, la peseta se depreció frente a las monedas más fuertes, como fueron la libra esterlina, el yen japonés y el dólar USA, y se apreció respecto a las restantes divisas, si bien en porcentajes bastante modestos. Por el contrario, en la última semana del período analizado, y coincidiendo con el agotamiento del proceso alcista del dólar USA, antes comentado, la peseta se apreció de forma generalizada.

En el conjunto del período, la peseta se depreció frente al dólar USA en un 2,4 %, y, frente a la libra esterlina, en un 0,6 %. No obstante, su depreciación fue inferior a la experimentada por las demás monedas, frente a la que la peseta se apreció en porcentajes que oscilaron entre el 0,2 % frente al yen japonés y el 1,6 % frente al marco alemán. Como resultado de todo ello, la peseta se apreció, en términos medios ponderados, un 1 % frente a las monedas de la CEE, y se mantuvo prácticamente estable respecto al conjunto de monedas que se cotizan en España, habiéndose depreciado, a su vez, frente al total mundial en un 1 %.

En el mercado a plazo, el tipo de cambio de la peseta frente al dólar a un mes, tres y seis meses registró, durante el período de referencia, una depreciación inferior a la del tipo al contado, lo que se tradujo en una

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

Semana del 14 al 18 de mayo de 1984

	Semana 16/20 ABR 1984	Ultima semana de 1983	Semana 6/10 DIC 1982 (b)
Dólar USA	-2,75	2,36	-16,94
Yen japonés	0,23	1,91	-20,94
Franco suizo	1,10	6,35	- 8,62
Marco alemán	1,55	2,76	- 5,77
Franco belga	1,11	2,34	- 2,34
Florín holandés	1,15	2,72	- 3,90
Franco francés	1,32	3,17	2,19
Libra esterlina	-0,55	5,91	- 3,00
Lira italiana	1,13	4,18	0,37
POSICION EFECTIVA FRENTE:			
- Mundo	-1,02	3,01	-10,45
- Países desarrollados	0,23	3,46	- 5,62
- CEE	1,03	3,56	- 1,62

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

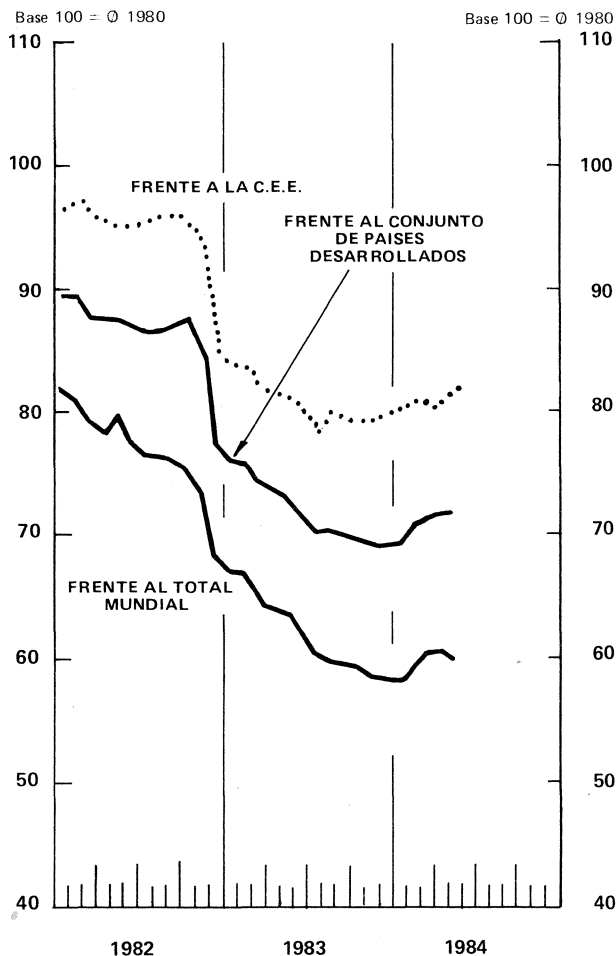
(b) Semana de la última devaluación de la peseta.

(1) En el momento del cierre del presente Boletín, tales rumores se habían extendido a otros bancos americanos de primera línea, afectando a sus cotizaciones en la Bolsa de Nueva York y a las posiciones del dólar USA, cuyo valor respecto a las principales divisas, a excepción de la libra esterlina, se depreció, entre el 23 y 24 de mayo, en más de un 1 % frente al marco alemán y al franco francés.

disminución del descuento de la peseta, mayor a medida que el plazo considerado se amplía. Estos movimientos se corresponden con la variación en los diferenciales de interés descubierto, que para el mismo período disminuyeron desde un 4,31 % a un 4,06 % a un mes, debido básicamente al comportamiento al alza de los tipos de interés extranjeros, pues los nacionales, aunque tuvieron una tendencia alcista al principio, luego empezaron a decaer, para establecerse a niveles idénticos a los del comienzo del período.

Como ya se ha señalado anteriormente, la autoridad monetaria tuvo una intervención en el mercado de divisas de signo claramente comprador, contribuyendo a un aumento de reservas exteriores, en el mes de abril, de 837,3 millones de dólares. Esto hace que el valor total de las reservas españolas se situase, al final de dicho mes, en 13.158,9 millones de dólares, y que el aumento acumulado durante los cuatro primeros meses del año fuese de 1.930,6 millones de dólares.

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



En lo que se refiere, por último, a la evolución del tipo de cambio efectivo real de la peseta, el Servicio de Estudios del Banco de España dispone de las cifras definitivas del tipo de cambio efectivo real, correspondientes a 1983. De ellas se desprende que, durante el pasado año, se produjo una depreciación del tipo de cambio efectivo real frente a las tres agrupaciones normalmente consideradas, con independencia de la medida de precios que se utilice para ajustar el tipo de cambio efectivo nominal. Esta depreciación ha sido más intensa en términos medios anuales, que la registrada a lo largo del año, debido, lógicamente, a los efectos estadísticos de la devaluación llevada a cabo el 6 de diciembre de 1982, y se ha producido a pesar del aumento en el diferencial de precios relativos entre España y el resto de los países, lo que, en otros términos, significa que la devaluación llevada a cabo por las autoridades en diciembre de 1982, unida al proceso de depreciación de la peseta a lo largo de 1983, compensó holgadamente el mayor crecimiento medio ponderado de los precios españoles respecto a los extranjeros.

Esta evolución del tipo de cambio nominal de la peseta puede, sin embargo, estar generando presiones alcistas sobre los precios interiores, que, junto a la tendencia a la apreciación que la peseta está experimentando en el mercado de cambios, propician la apreciación del tipo de cambio efectivo real de la peseta en 1984. Todo ello parece verse confirmado por las estimaciones provisionales del Servicio de Estudios para los cuatro primeros meses de 1984, que sitúan el nivel del tipo de cambio efectivo real en abril, muy próximo al registrado en diciembre de 1982 y en los primeros meses de 1983.

24-V-1984.

Evolución monetaria

La nota más destacada de la evolución de los agregados monetarios y crediticios durante el mes de abril ha sido, sin duda, la intensa desaceleración que han experimentado. Los primeros avances provisionales de la evolución del mes de mayo apuntan hacia el mantenimiento de esta tendencia a la baja en los ritmos de expansión de la liquidez disponible en la economía y de la financiación otorgada a los sectores público y privado por el sistema crediticio y los mercados monetarios.

A lo largo del mes de abril y en los quince primeros días de mayo, se ha registrado un brusco detenimiento en el avance de la apelación del sector público a los mercados de fondos de préstamo. Tras un primer trimestre de acusado protagonismo del sector público, en el que materializó un proceso de intensa aceleración de sus pagos —principalmente, de transferencias corrientes—, no cubierto por el incremento de sus ingresos en caja, esta contención de la demanda de recursos por parte de las administraciones públicas ha inducido una descompresión en los mercados financieros que no ha sido paliada ni por el impulso de la adquisición de activos frente al exterior ni por la expansión de la financiación al sector privado, ocasionándose una pérdida de ritmo de los agregados monetarios y crediticios.

En efecto, las tasas de crecimiento de los recursos puestos a disposición del sector privado siguen experimentando una situación de atonía cuyo origen se ha trasladado paulatinamente desde restricciones de la oferta de financiación —con evidencias de mayores niveles de racionamiento— hacia una situación de carencia de demanda solvente de fondos de préstamo por parte de las familias y empresas. Los indicadores parciales disponibles sugieren que el sector privado ha reducido su demanda de crédito al sistema crediticio, vistas las condiciones de coste y disponibilidad de los recursos a que tenía acceso en los mercados interiores, y ha trasladado la demanda existente hacia los mercados exteriores y hacia instrumentos de deuda a corto, colocados en los mercados monetarios orillando la intermediación explícita del sistema crediticio.

Dada la evolución de los mercados cambiarios y las expectativas de fortaleza relativa de la peseta frente a otras monedas, las empresas han reducido, probablemente, sus activos frente al exterior, adelantando cobros.

Simultáneamente, y a tenor de las cifras del registro de caja correspondientes al mes de abril, han procedido a ampliar su endeudamiento en los mercados financieros internacionales, sustituyendo financiación interior. Al mismo tiempo, en un contexto de desaceleración del gasto monetario y de mejoría aparente de

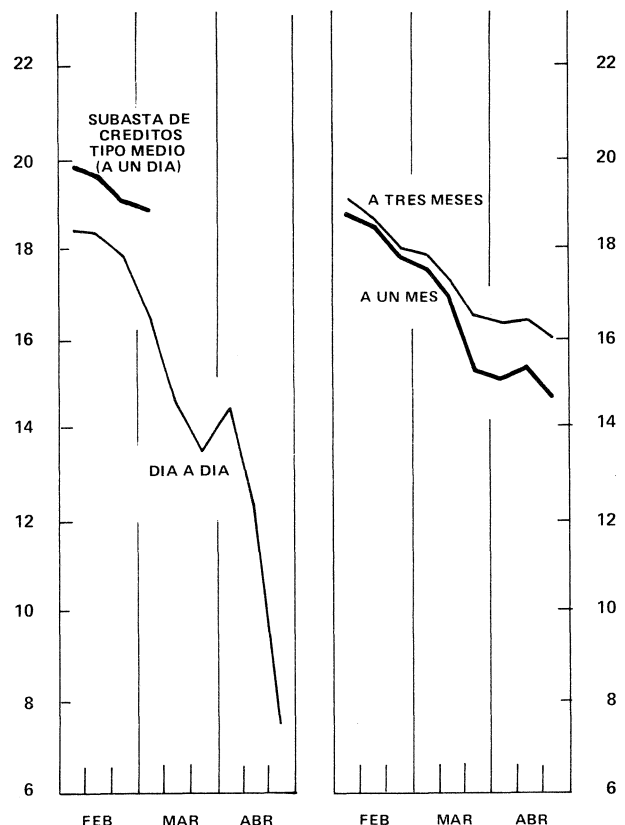
sus cuentas de resultados, como consecuencia de las menores presiones de los costes, las unidades internas de gasto han dirigido la menor demanda existente de fondos hacia los mercados monetarios y, según todos los indicios, han colocado un montante creciente de pagarés de empresa en los ahorradores últimos, evitando la intermediación del sistema bancario. El resultado de este bloque de desplazamientos ha sido un escaso crecimiento de la financiación concedida al sector privado y una caída en los niveles de racionamiento del crédito practicado por el sistema crediticio con su clientela, según apuntan los indicadores disponibles del mes de abril y las previsiones para el mes de mayo.

La mejoría que vienen manifestando nuestros intercambios por cuenta corriente con el exterior y la mayor demanda de financiación internacional ejercida por los sectores internos han impulsado, en el período analizado, un exceso de oferta de divisas en los mercados cambiarios de la peseta, que ha sido absorbido por el Banco de España, durante el mes de abril, y por el sistema bancario, en la primera parte del mes de mayo, ante la renuencia del banco emisor a admitir una apreciación de nuestra divisa. Con toda probabilidad, esta notable acumulación de activos frente al exterior no ha sido contrarrestada por la mayor demanda de financiación exterior originada en el sistema bancario para atender a los créditos negociados en moneda extranjera. El resultado ha sido una expansión muy notable de los activos frente al exterior del sistema crediticio, que, pese a su importancia, no ha sido capaz de colmar el vacío dejado por la menor presencia de los sectores internos en los mercados de fondos de préstamo, ocasionando la pérdida de ritmo de los agregados monetarios y crediticios.

Esta desaceleración ha generado un menor avance de la demanda de activos de caja para cubrir el crecimiento de los agregados monetarios, y, a pesar de que el Banco de España ha mantenido una expansión muy moderada de su oferta de liquidez de base, se ha registrado una situación de holgura manifiesta en los niveles de activos de caja mantenidos por encima de los mínimos exigidos por la normativa legal, y, en consecuencia, en el transcurso del mes de abril, se produjo una caída en los tipos de interés negociados en los mercados monetarios.

En la primera mitad del mes de mayo, se ha mantenido esta misma tendencia de atonía en los mercados interbancarios. En un futuro próximo, si persisten estas condiciones en los mercados monetarios y crediticios, si perdura la menor demanda de fondos a corto plazo del sector público y se disipan las incertidumbres que han dominado los mercados financieros en los últimos meses, es muy probable que se asista a una mejoría en

1. Tipos de interés (Ø)



las condiciones de coste y disponibilidad de los fondos de préstamo ofrecidos al sector privado, que respalde una recuperación de este agregado en la segunda parte del año.

Los agregados monetarios

Durante el mes de abril, el ritmo de expansión de los agregados monetarios y de liquidez sufrió un retroceso con respecto al mes anterior. Los activos líquidos del público crecieron un 8,6 % y las disponibilidades líquidas un 9,8 %, en términos de T_1 y según datos provisionales. La caída que registraron las tasas de avance de ALP y M3, con respecto a las del primer trimestre del año, fue de 4,6 y 2,6 puntos porcentuales, respectivamente.

Los activos líquidos distintos de M3 registraron un retroceso en términos absolutos, siendo su contribución al crecimiento de ALP de signo negativo. Dicha disminución fue inducida por el comportamiento de los títulos públicos a corto plazo, que forman parte del

1. Agregados monetarios

	%	
	ENE-MAR 1984	ABR 1984 (p)
	T_3^1	T_1^1
ALP	13,2	8,6
M ₃	12,4	9,8
Otros activos líquidos del público	22,6	-3,9
Aportación al crecimiento de ALP		
M ₃	11,4	8,9
Otros activos líquidos del público	1,8	-0,3

(p) Provisional.

agregado, ya que el resto de los instrumentos, si bien a un ritmo menor que en meses anteriores, manifestó una evolución positiva. Las cesiones temporales de pagarés del Tesoro realizadas por el sistema crediticio al sector privado fueron de escasa cuantía, y no compensaron las caídas que se produjeron en los saldos de certificados de regulación monetaria y de pagarés del Tesoro en firme en manos del público.

De los componentes de M3, el efectivo en manos del público fue la variable que mostró una menor expansión durante el mes de abril (un 7,9 % en T_1^1). Los depósitos del sistema bancario crecieron a una tasa intermensual el 10,3 %, lo que supuso un retroceso de siete puntos porcentuales con respecto a las tasas alcanzadas en el mes anterior.

Los tipos de interés de los pagarés del Tesoro en las subastas abiertas al público registraron una disminución aproximada de 0,5 puntos porcentuales con respecto al mes de marzo. La rentabilidad ofrecida por los pasivos bancarios se ha mostrado estable, por el contrario. Este estrechamiento de las diferencias de rentabilidad entre los pasivos bancarios y los títulos públicos a corto plazo ha contribuido, sin duda, a la caída de la demanda de pagarés del Tesoro por parte del público.

El crédito interno

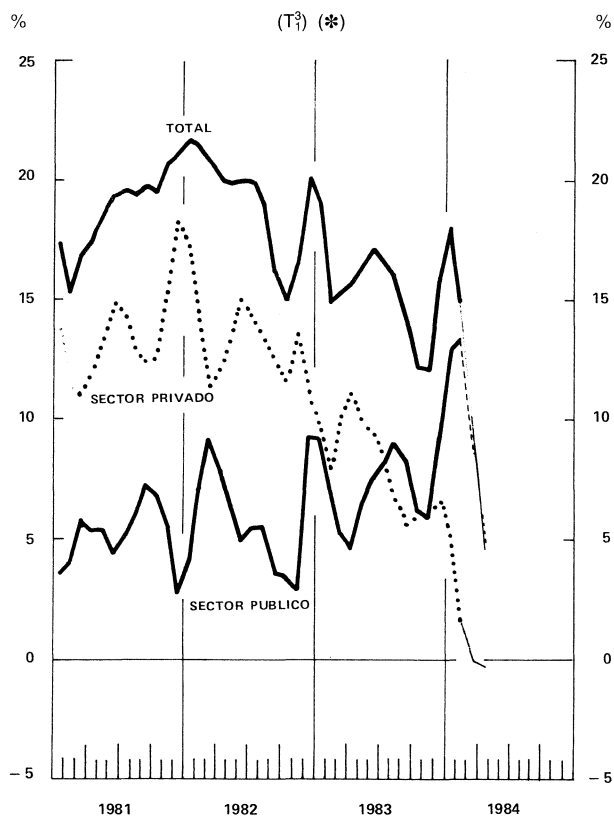
Los avances de crédito disponibles en el momento de la redacción de esta nota reflejan un crecimiento del crédito interno, en el mes de abril, próximo al 5 %, en términos de tasa intermensual elevada a anual. La aportación de la financiación otorgada al sector público al avance del agregado puede cifrarse en 3,5 puntos porcentuales, siendo los 1,5 puntos restantes la contribución efectuada por el sector privado.

El avance del crédito concedido por el sistema crediticio al sector público fue, aproximadamente, de un 19 %, en términos de T_1^1 . Uniendo a dicha financiación la otorgada por el sector privado a través de la tenencia de pagarés del Tesoro, la tasa de avance queda reducida a un 15 %.

La desaceleración registrada durante el mes de abril refleja, a su vez, una contención en el ritmo de aumento del déficit público. Este se ha financiado, fundamentalmente, mediante la colocación de deuda pública a corto plazo en el sistema crediticio.

El retroceso en la tasa de crecimiento de los agregados monetarios y del crédito interno fue inducido por ese comportamiento más contenido de las administraciones públicas, ya que los avances de las cifras de crédito parecen reflejar un ligero aumento de la financiación otorgada por el sistema crediticio al sector privado. Las estimaciones realizadas sobre la financiación puesta a disposición de familias y empresas no bancarias apuntan una tasa de crecimiento en torno al 2 %, durante el mes de abril.

2. Contribución de los sectores público y privado al crédito interno



Dicho crecimiento se debió, probablemente, a la expansión del crédito en sentido estricto, ya que tanto la tenencia de valores privados por el sistema crediticio como la financiación otorgada por los mercados monetarios muestran tasas de variación negativas. Dentro del crédito en sentido estricto, es probable que haya alcanzado una mayor expansión su componente en moneda extranjera.

El sector exterior contribuyó en unos 3,5 puntos porcentuales al crecimiento de los activos líquidos en manos del público. Durante el mes de abril, se registraron unas entradas netas de reservas centrales por valor de 928 millones de dólares. El sistema bancario, a su vez, disminuyó su posición de tesorería en moneda extranjera en 92 millones de dólares.

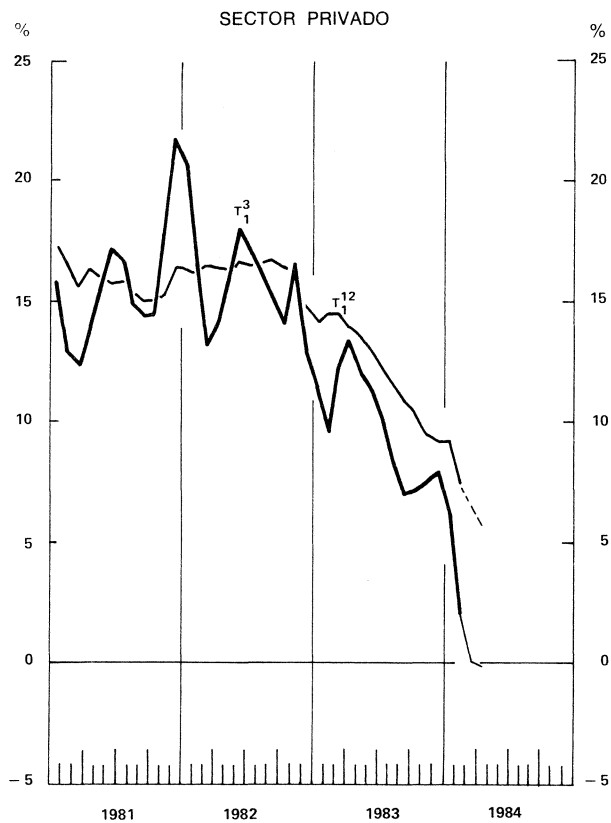
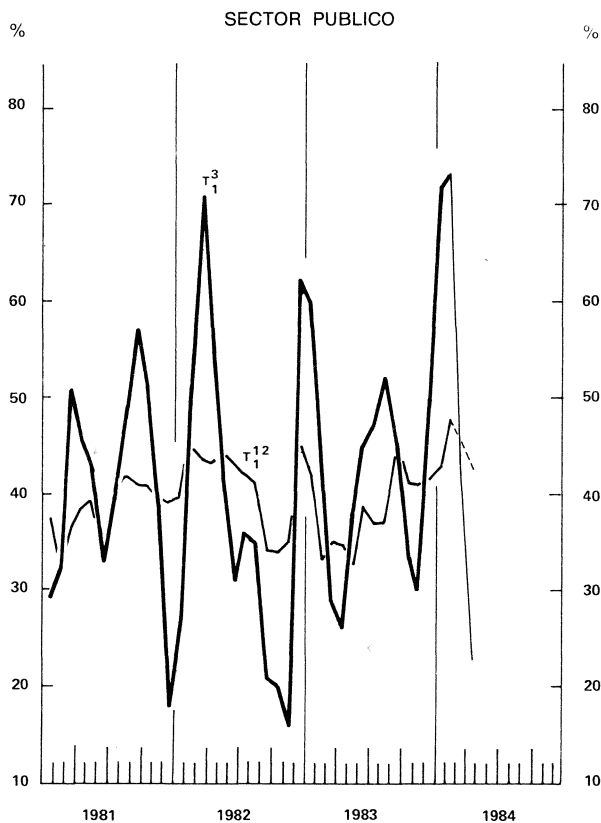
Los activos de caja y los agregados monetarios

Durante el mes de abril, se registraron un moderado avance de los activos de caja, una disminución de los excedentes mantenidos por el sistema bancario y una caída de los tipos de interés del mercado monetario.

2. Activos de caja excedentes (Ø)

	Sistema bancario	Banca	Cajas de ahorros
1983			
SEP	0,070	0,078	0,059
OCT	0,075	0,084	0,062
NOV	0,074	0,086	0,057
DIC	0,121	0,129	0,110
1984			
ENE	0,561	0,402	0,805
FEB	0,053	0,064	0,037
MAR	0,169	0,177	0,157
1. ^a dec.	0,097	0,087	0,110
2. ^a dec.	0,243	0,290	0,171
3. ^a dec.	0,168	0,156	0,186
ABR	0,096	0,127	0,050
1. ^a dec.	0,028	0,034	0,195
2. ^a dec.	0,113	0,156	0,050
3. ^a dec.	0,148	0,191	0,083

3. Financiación de los sectores público y privado (*)



3. Tipos de mercado monetario (Ø)

	Tipos día a día			Tipos a plazo		
	Interbancario	Subastas Banco de España		Un mes	Tres meses	CRM tres meses
		Préstamos	CRM			
1983						
SEP	20,29	23,42	19,55	21,92	20,40	22,26
OCT	20,56	22,69	—	22,17	21,82	20,74
NOV	17,27	20,77	—	20,19	20,59	19,08
DIC	16,94	20,94	—	18,38	18,99	17,61
1984						
ENE	10,42	16,24	—	17,30	18,41	—
FEB	18,14	19,29	—	18,30	18,46	—
MAR	14,77	18,82	—	16,42	17,14	—
1. ^a dec.	16,34	18,82	—	17,57	17,84	—
2. ^a dec.	14,68	—	—	16,85	17,22	—
3. ^a dec.	13,42	—	—	15,23	16,53	—
ABR	11,61	—	—	15,07	16,21	—
1. ^a dec.	14,50	—	—	15,09	16,27	—
2. ^a dec.	12,44	—	—	15,42	16,41	—
3. ^a dec.	7,50	—	—	14,79	15,95	—

volvió a registrar una cifra de excedentes anormalmente elevada, aunque sensiblemente inferior a la del mes de marzo, y una caída generalizada de los tipos de interés del mercado interbancario.

plazo de tres meses: un punto por debajo de los tipos al mismo plazo, a los que se negociaron operaciones en el mercado interbancario.

31-V-1984.

Durante la primera decena del mes de abril, el Banco de España mantuvo una oferta de activos de caja bastante ajustada, que provocó una desaparición de los incrementos excepcionales de excedentes que se habían producido durante el mes anterior, y una elevación del tipo de interés de las operaciones cruzadas a un día. En las dos restantes decenas, el Banco de España, compensando sólo parcialmente la enorme entrada de reservas exteriores que se estaba registrando, realizó una oferta de activos de caja algo más holgada. En este período, la mayor liquidez de base se manifestó en unos elevados niveles de excedentes y en una brusca caída de los tipos de interés en todos los plazos. En términos medios mensuales, los excedentes de caja mantenidos por el sistema bancario fueron 0,096 %, y los tipos de interés a un día y tres meses registraron unos niveles del 11,6 % y 16,2 %, respectivamente.

A lo largo del mes de abril, el Banco de España intervino en el mercado monetario exclusivamente para drenar liquidez del sistema: no concedió préstamos de regulación monetaria, y realizó unas ventas temporales de su cartera de fondos públicos por valor de 422 m.m. El tipo de interés de estas operaciones se situó en el 14,3 % para el plazo de un mes y en el 15,2 % para el

Empleo y paro en el primer trimestre de 1984

Según la Encuesta de Población Activa (ver cuadro 1), durante el primer trimestre del año en curso, el empleo total de la economía se redujo en 218.000 personas y el paro aumentó en 206.000, para colocarse en 2.640.000, cifra equivalente al 20 % de la población activa. Sin embargo, estos datos no reflejan las variaciones reales del empleo y del paro durante el trimestre de referencia, debido a las repercusiones en la EPA del cambio producido en el sistema de protección de los trabajadores agrarios eventuales que se hallan parados en Andalucía y en Extremadura.

1. Evolución de la población activa

Miles de personas

	Cifras absolutas I TR 1984	Variaciones I TR			
		1981	1982	1983	1984
Población mayor de 16 años	27.492	68	100	59	94
Población activa	13.204	- 7	37	- 36	- 6
<i>Ocupados</i>	10.471	-98	-28	-108	-218
<i>Activos marginales</i>	93	-30	-10	-13	6
<i>Parados</i>	2.640	121	75	85	206
Inactivos y servicio militar	14.288	75	63	95	100

Fuente: INE.

Hasta finales de 1983 (ver cuadro 2), los trabajadores agrarios eventuales de estas dos regiones – esto es, los jornaleros andaluces y extremeños – contaban con los fondos de empleo comunitario como sistema de protección en los largos periodos en que permanecían en paro. Estos fondos no eran, de hecho, más que un subsidio de paro, pero estaban ligados a la realización de algún trabajo público. Para la gran mayoría de los trabajadores acogidos a ellos, el empleo comunitario suponía más de un tercio de las jornadas mensuales, lo que, a efectos de la EPA, suponía su inclusión entre los ocupados en sentido estricto. Desde primeros del presente año, el sistema de protección se ha alterado: el empleo comunitario se ha sustituido por un subsidio de desempleo para los trabajadores eventuales acogidos al Régimen Especial Agrario de la Seguridad Social. Con el nuevo sistema, un trabajador eventual tiene derecho a un subsidio equivalente al 75 % del salario mínimo durante 180 días al año, siempre que haya cotizado 60 jornadas. En 1984, todos los que estuvieran acogidos al empleo comunitario gozarán del subsidio. De esta forma, los mismos trabajadores eventuales que antes aparecían entre los ocupados estrictos de la EPA aparecerán, desde primeros de año, entre los parados (aunque es de señalar que esto sólo ocurre en la EPA, pues los trabajadores acogidos al subsidio agrario no están incluidos en el paro registrado, que, por lo tanto,

debería verse aumentado en esta cantidad). Este cambio estadístico de ocupados a parados es el que está haciendo que las cifras de empleo y paro del primer trimestre reflejen una evolución más negativa que la que han debido tener en la realidad.

2. Trabajadores eventuales agrarios: sistema de protección

	Fondos de empleo comunitario		
	Jornales (miles)	Beneficiarios (miles)	Jornadas por trabajador y mes
1983			
I TR	1.882,3	125,9	15,0
II TR	2.837,2	177,6	16,0
III TR	2.702,6	240,5	11,2
IV TR	—	—	—
	Trabajadores eventuales agrarios subsidiados (miles)		
	Menos de 1/3 de jornadas trabajadas	Más de 1/3 de jornadas trabajadas	Total
1984			
I TR	184,4	30,6	215,0

Fuente: INE.

No es fácil determinar cuál es la magnitud del descenso de los ocupados y del aumento de los parados que se debe al cambio de protección de los trabajadores agrícolas. Durante el primer trimestre del año en curso, se acogieron al subsidio 215.000 trabajadores agrarios eventuales, de los que 184.400 habían trabajado menos de un tercio de las jornadas. Pero estos datos censales no se pueden introducir en una encuesta como la EPA. Por otra parte, el empleo comuni-

tario tenía multitud de formas que iban desde el trabajo en alguna industria, concertado previamente por los ayuntamientos, hasta el cobro del jornal sin efectuar actividad alguna, pasando por los trabajos en la construcción, en terrenos comunales, etc., y, al no figurar en el cuestionario una pregunta expresa sobre el tema, la clasificación del trabajador correspondiente (ocupado o parado, asalariado del sector público o de privado, etc.) quedaba al arbitrio del encuestador. Por lo tanto, lo más probable es que no todos los trabajadores acogidos al empleo comunitario figuraran entre los ocupados en sentido estricto, y, en consecuencia, la cifra atribuible a este problema estadístico de la caída de la ocupación total del trimestre está, en principio, indeterminada.

Sin embargo, la propia EPA permite la aproximación a esa cifra. En efecto, los trabajadores agrarios eventuales que se han visto afectados por el cambio pertenecen a Andalucía y a Extremadura, regiones en las que el empleo se redujo, durante el primer trimestre, en 107.700 personas. Esta sería la cantidad máxima en que se habría reducido el empleo y aumentado el paro como consecuencia del efecto estadístico comentado, si consideramos que en estas regiones, como ha ocurrido en las demás, también se habrá producido, durante el trimestre, una caída normal del empleo (que podríamos evaluar en un máximo de 20.000 personas). Hay que concluir, por tanto, que entre 80.000 y 100.000 trabajadores habrían pasado de ocupados a parados, como consecuencia del cambio de protección de los trabajadores agrarios en paro.

Hay una segunda aproximación al problema, que lleva a una conclusión similar. La mayoría de los trabajadores acogidos al empleo comunitario debería aparecer en la EPA dentro del epígrafe de asalariados del

3. Asalariados sector público (a)

	Cifras absolutas I TR 1984	Variaciones			
		1981	1982	1983	1984 (b)
Total	1.675,1	4,0	103,9	129,0	-100,4
Agricultura	33,6	10,0	11,0	-4,5	- 7,3
Industria	216,0	-8,4	7,4	28,3	0,0
Construcción	31,6	11,2	7,3	40,2	- 57,3
Servicios privados	296,1	-4,2	29,6	15,2	- 19,5
<i>Comercio y hostelería</i>	28,7	-2,3	11,4	8,1	- 8,0
<i>Transportes y comunicaciones</i>	250,2	-5,1	19,4	-0,9	- 10,1
<i>Servicios financieros</i>	14,7	2,9	-2,3	7,7	0,3
<i>Otros servicios privados</i>	2,5	0,3	1,1	0,3	- 1,7
Servicios de las AAPP	1.097,8	-4,6	48,6	49,8	- 16,3

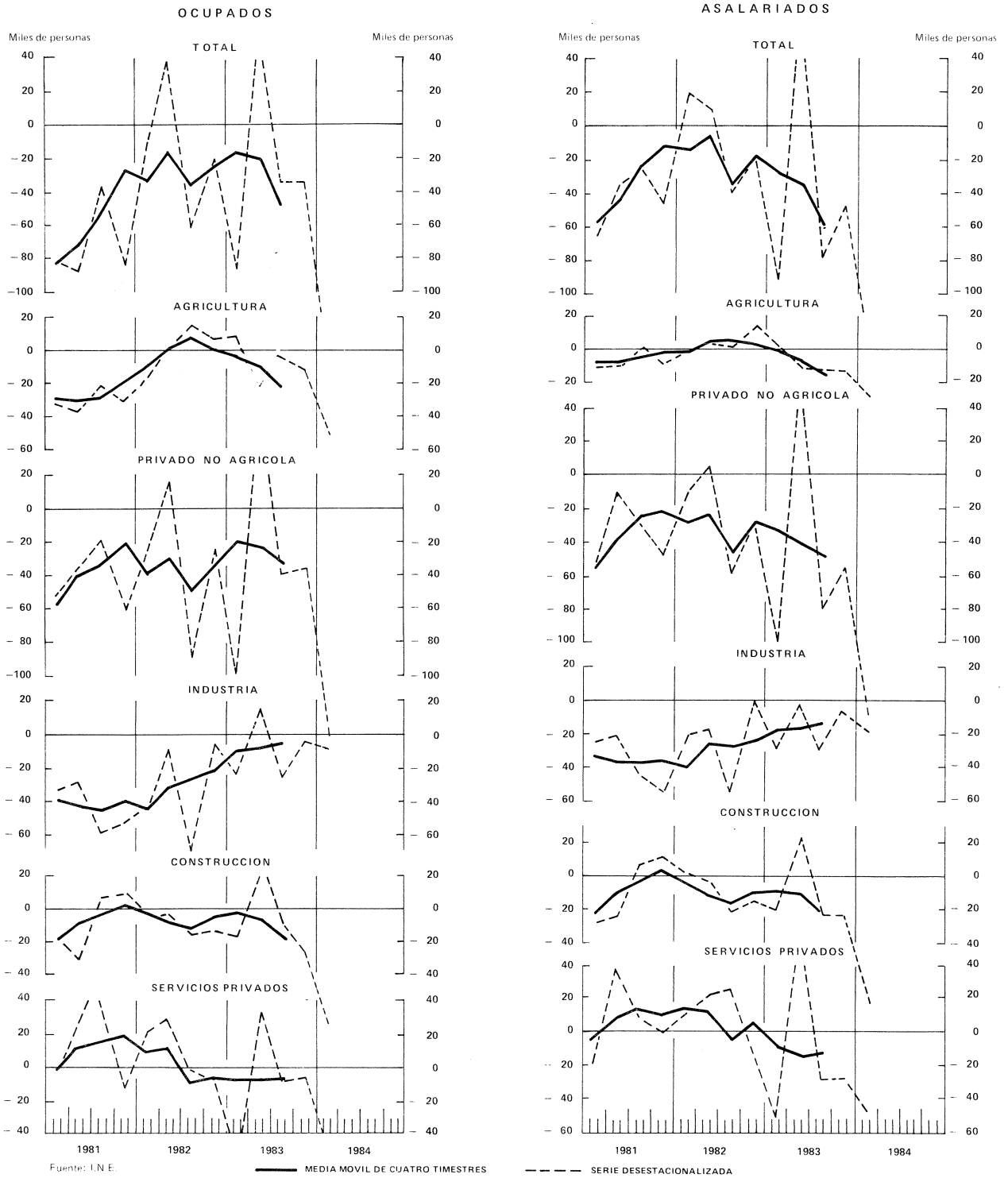
(a) Cifras relativas al cuarto trimestre de cada año.

(b) Variación del IV/83 al I/84.

Fuente: INE.

1. Evolución del empleo

(Variaciones en miles de personas)



sector público, grupo que en el primer trimestre redujo su ocupación en 100.400 personas. Si se tiene en cuenta que la reducción de 10.000 personas en los asalariados públicos (1) del sector de transportes y comunicaciones, por ejemplo, difícilmente puede ser imputada al problema del empleo comunitario, hay que concluir que también por esta vía se confirma el trasvase estadístico de ocupados a parados entre 80.000 y 100.000 personas. Con esta corrección, se produciría un descenso de la ocupación, durante el primer trimestre, situado entre 120.000 y 140.000 personas, cifra ligeramente superior a la del año precedente.

(1) La EPA distingue entre asalariados del sector privado y del sector público según quien paga el salario correspondiente, por lo que entre estos últimos están comprendidos no sólo los funcionarios, sino también los trabajadores de las empresas públicas. Como este criterio no coincide con el de la Contabilidad Nacional, para la que las empresas públicas

La evolución del empleo total de la economía por sectores y por categoría profesional, durante el primer trimestre del año en curso (ver cuadro 4 y gráfico 1), adolece del problema estadístico tantas veces mencionado, lo que dificulta considerablemente el análisis. No obstante, pueden establecerse algunas conclusiones.

a) Si consideramos el empleo total de la economía exceptuado Andalucía y Extremadura, puede detec-

están comprendidas en el sector «familias y empresas», el Banco de España ha definido el concepto de «empleo de los sectores privados no agrarios», integrados por los «asalariados del sector privado» de la EPA y por los del «sector público» que no corresponden a los «servicios de las AAPP». Por lo tanto, en el cuadro 3, salvo el epígrafe de Servicios de las AAPP, todos los demás conceptos formarían parte del «empleo de los sectores privados no agrarios». De la misma forma, «ocupados del sector privado», como concepto diferente del anterior, estaría formado por la «ocupación total» menos los «asalariados del sector público».

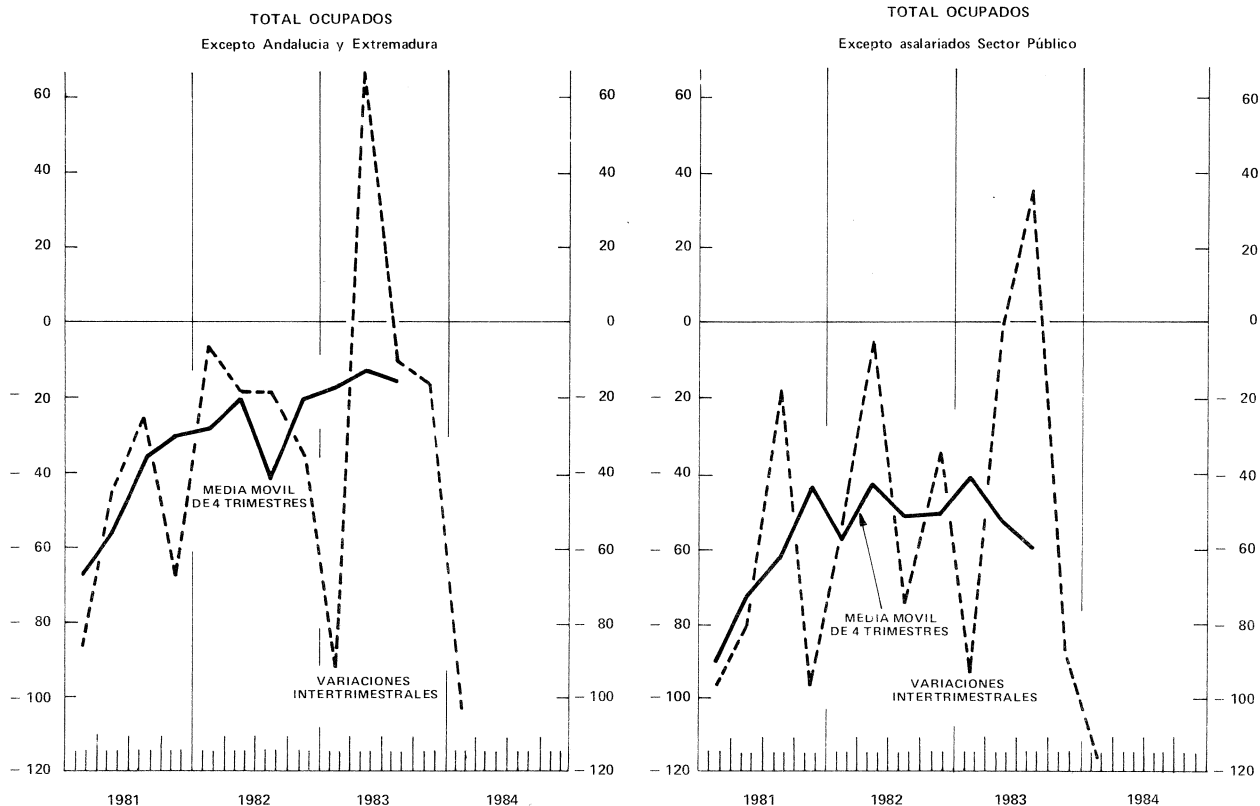
4. Variaciones del empleo en el primer trimestre

	Cifras absolutas	Variaciones						Miles de personas, %		
		Sobre trimestre anterior			Sobre mismo trimestre año anterior			Porcentaje de crecimiento sobre mismo trimestre año anterior		
		1982	1983	1984	1982	1983	1984	1982	1983	1984
Total ocupados	10.471	-26	-107	-217	-217	-150	-199	- 2,0	-1,4	- 1,9
Agricultura	1.863	-18	8	- 45	-111	28	- 94	- 5,4	1,4	- 4,8
Sectores privados no agrarios	7.510	-43	-123	-156	-135	-200	-131	- 1,7	-2,5	- 1,7
Industria	2.703	-43	- 25	- 8	-185	-109	- 21	- 6,1	-3,9	- 0,8
Construcción	793	-23	- 37	- 90	- 18	- 50	- 80	- 1,9	-5,4	- 9,2
Servicios privados	4.015	23	- 62	- 58	68	- 41	- 30	1,7	-1,0	- 0,7
Servicios de las AAPP	1.098	34	8	- 16	28	22	25	2,7	2,1	2,4
Total asalariados	7.251	27	- 88	-202	- 92	-140	-240	- 1,2	-1,8	- 3,2
Agricultura	519	21	25	- 8	- 21	22	- 67	- 3,5	3,9	-11,5
Sectores privados no agrarios	5.635	-29	-121	-178	- 99	-184	-199	- 1,6	-3,1	- 3,4
Industria	2.385	-22	- 30	- 19	-149	-109	- 59	- 5,5	-4,3	- 2,4
Construcción	590	-18	- 36	- 90	- 7	- 59	- 93	- 0,9	-7,9	-13,6
Servicios privados	2.659	12	- 55	- 69	57	- 16	- 47	2,2	-0,6	- 1,7
Servicios de las AAPP	1.098	34	8	- 16	28	22	25	2,7	2,1	2,4
Total no asalariados	3.220	-53	- 19	- 16	-126	- 10	42	- 3,8	-0,3	1,3
Agricultura	1.345	-39	- 17	- 38	- 90	6	- 26	- 6,2	0,4	- 1,9
Sectores privados no agrarios	1.876	-14	- 2	22	- 36	- 16	68	- 1,9	-0,9	3,8
Industria	318	-20	5	11	- 35	-	38	-11,2	0,1	13,6
Construcción	203	- 5	-	-	- 11	9	13	- 5,5	4,9	6,9
Servicios privados	1.356	11	- 7	11	10	- 25	17	0,8	-1,8	1,3
Ocupados (sector privado)	8.796	-56	- 94	-117	-253	-210	-241	- 2,7	-2,3	- 2,7
Agricultura	1.830	-12	19	- 38	-113	23	- 93	- 5,6	1,2	- 4,9
Sectores privados no agrarios	6.967	-44	-113	- 79	-140	-233	-147	- 1,9	-3,2	- 2,1
Industria	2.487	-44	- 28	- 8	-165	-119	- 46	- 5,9	-4,5	- 1,8
Construcción	761	-20	- 41	- 33	- 29	- 65	- 59	- 3,2	-7,3	- 7,2
Servicios privados	3.718	19	- 45	- 38	55	- 50	- 42	1,5	-1,3	- 1,1

Fuente: INE

2. Evolución del empleo

(Variaciones en miles de personas)



tarse una ligera tendencia a la desaceleración en la pérdida de puestos de trabajo, que el primer trimestre del año en curso no parece haber roto significativamente. Sin embargo, si consideramos la ocupación privada —esto es, los ocupados totales menos los asalariados del sector público—, la pérdida de puestos de trabajo no parece haberse desacelerado en absoluto, y se sitúa en cifras medias del orden de 50.000 personas cada trimestre.

b) Corregido el problema estadístico, los asalariados se habrían reducido, durante el primer trimestre de 1984, entre 80.000 y 100.000 personas, y los no asalariados, en 36.000, cifras ambas algo superiores a las del mismo período del año anterior. El descenso de los asalariados se sitúa, fundamentalmente, en los sectores privados no agrarios, y el de los no asalariados, casi enteramente, en la agricultura, sector que, paradójicamente, no sufre un descenso apreciable de sus asalariados como consecuencia del paso a parados de los trabajadores acogidos al empleo comunitario.

c) El empleo de los sectores privados no agrarios, que durante el trimestre se redujo en 156.000 personas,

5. Evolución del paro

Miles de personas

	Cifras absolutas I TR 1984	Variaciones I TR		
		1982	1983	1984
Total	2.640	75	85	206
Buscan primer empleo	990	-2	18	41
Anteriormente empleados	1.650	77	67	165
<i>Agricultura</i>	171	10	7	48
<i>Industria</i>	458	13	21	27
<i>Construcción</i>	457	30	12	63
<i>Servicios</i>	564	24	27	27

Fuente: INE.

realmente lo habrá hecho entre 56.000 y 76.000 si se corrige el problema estadístico. Puede detectarse una apreciable desaceleración de la caída del empleo en la industria, una continuación del descenso de la ocupación en la construcción, incluso aunque corriamos el efecto del empleo comunitario situado fundamentalmente en este sector, y un descenso también de la ocupación de los servicios privados.

6. Evolución de las tasas de actividad

	I TR			Variaciones	
	1982	1983	1984	I TR 1982/ I TR 1983	I TR 1983/ I TR 1984
Total	48,2	48,1	48,0	-0,1	-0,1
Hombres	71,4	70,2	69,7	-1,2	-0,5
<i>De 16 a 19 años</i>	49,8	47,2	45,6	-2,6	-1,6
<i>De 20 a 24 años</i>	65,6	65,5	65,7	-0,1	0,2
<i>De 25 a 54 años</i>	94,7	94,4	94,2	-0,3	-0,2
<i>De 55 y más años</i>	42,4	40,0	39,4	-2,4	-0,6
Mujeres	26,9	27,7	28,1	0,8	0,4
<i>De 16 a 19 años</i>	37,2	36,1	34,9	-1,1	-1,2
<i>De 20 a 24 años</i>	55,4	56,4	57,2	1,0	0,8
<i>De 25 a 54 años</i>	31,0	32,9	34,0	1,9	1,1
<i>De 55 y más años</i>	10,2	10,4	10,4	0,2	0,0

Fuente: INE.

Durante el primer trimestre de 1984, el paro (ver cuadro 5) aumentó en 206.000 personas, pero esta cifra adolece de los mismos problemas que la de la caída del empleo. Sin embargo, los trabajadores que antes estaban acogidos al empleo comunitario deberían haber sido considerados como parados, por lo que el cambio estadístico producido, si bien enmascara la verdadera variación del paro durante el trimestre, coloca el volumen de paro en un nivel más acorde con lo que debe estar ocurriendo en la realidad. Así, durante el primer trimestre del año, el volumen de paro se elevaba a 2.640.000 personas, lo que suponía el 20 % de la población activa, 990.000 de las cuales buscaban su primer empleo y 1.650.000 habían estado anteriormente empleados. Por sexos, la tasa de paro de los hombres se ha colocado en 18,9 %, y la de las mujeres en 22,4 %. Por grupos de edad, hay que destacar el alto volumen de paro juvenil, traducido en una tasa de paro del 55 % para las personas comprendidas entre los 16 y los 19 años, y del 41 % para el grupo de 19 a 24 años. Por último, durante el trimestre, la población activa se ha reducido en 6.000 personas, como consecuencia de un descenso de dos décimas en la tasa de actividad, que se ha situado en el 48 % de la población en edad de trabajar.

8-VI-1984.

Sector público

Actividad presupuestaria del Estado en el primer trimestre de 1984

Las peculiaridades que concurren en la actividad fiscal en los primeros meses de cada año, a caballo entre dos presupuestos, unidas a las distorsiones que a efectos de comparación introduce la asunción creciente de competencias fiscales por las comunidades autónomas y a la ejecución parcial de la Ley 3/1983, reducen el significado de los resultados de la ejecución presupuestaria en el primer trimestre, en los cuales no puede sustentarse un análisis del grado de cumplimentación, en lo que concierne al Estado, de la política fiscal proyectada. El comentario que sigue tiene, pues, fundamentalmente, un carácter descriptivo, evitándose en él sacar valoraciones concluyentes sobre las tendencias de los ingresos y gastos públicos y, por tanto, del déficit público.

En el primer trimestre, el déficit de las operaciones no financieras del Estado fue de 623,2 m.m., apreciablemente superior al déficit de 376,9 m.m. del primer trimestre de 1984. Como se ha indicado, no caben extrapolaciones precipitadas. Sin embargo, esta ampliación del déficit, y teniendo en cuenta las previsiones presupuestarias y algunos hechos dominantes en la evolución de los ingresos y los gastos, parece mostrar un sensible deterioro del desequilibrio fiscal del Estado. La mencionada ampliación se ha producido como consecuencia de un aumento muy fuerte de los pagos (del 43,4 %), que ha propiciado un aumento de 495,4 m.m. sobre los pagos del primer trimestre de 1983, en tanto

1. Estado. Ingresos y pagos

	ENE-MAR	
	1984	1983
SALDO OPERACIONES NO FINANCIERAS	-623,2	-376,9
Ingresos	1.013,4	764,3
Impuestos, tasas y otros ingresos	950,7	731,5
Transferencias	26,9	3,7
Otros ingresos	35,8	29,2
Gastos	1.636,6	1.141,2
Consumo público	354,4	323,5
Transferencias corrientes	885,3	519,4
Gastos de capital	296,4	235,0
Otros gastos	100,6	63,3
FINANCIACION	623,2	376,8
Emisión neta deuda pública y cédulas de inversión	1.328,9	242,9
Sector exterior	103,4	29,5
Dotaciones al Crédito Oficial	- 45,5	- 51,0
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	- 4,0	11,9
Banco de España	-759,5	143,6

que el incremento apreciable de los ingresos (del 32,6 %) ha significado un aumento de 249,1 m.m. sobre los del primer trimestre de 1983 (véase cuadro 1). Desde el punto de vista de la financiación del déficit, el rasgo más destacable es la emisión de pagarés del Tesoro, el rasgo más destacable es la emisión de pagarés del Tesoro por 1.252,7 m.m., la mayor parte de los cuales ha sido adquirida por el sistema bancario, de acuerdo con el conjunto de medidas adoptadas para facilitar la financiación del sector público y hacer manejable el control de la política monetaria.

Ingresos

El avance de los ingresos no financieros responde a un comportamiento muy heterogéneo de los distintos componentes. Los impuestos directos han crecido sólo en un 17,8 %, mientras que los indirectos se han incrementado en un 41,3 % (véase cuadro 2). En aquéllos,

2. Estado. Ingresos no financieros

	ENE-MAR		Crecimiento 84/83
	Importe		
	1984	1983	
	m.m., %		
INGRESOS NO FINANCIEROS	1.013,4	764,3	32,6
Impuestos directos	371,1	314,9	17,8
S/ Renta personas físicas	308,4	257,1	20,0
<i>Ret. trabajo personal</i>	252,0	216,1	16,6
<i>Ret. rentas de capital</i>	41,0	33,5	22,6
<i>Fraccionamientos</i>	12,4	8,4	47,8
<i>Cuota diferencial</i>	3,0	-0,9	-
S/ Renta de sociedades	51,4	44,8	14,7
<i>Ret. rentas de capital</i>	41,0	33,5	22,6
<i>Cuota diferencial</i>	10,4	11,3	- 8,6
S/ Capital	4,0	5,9	-32,0
<i>Sucesiones</i>	3,8	5,7	-33,0
<i>Patrimonio</i>	0,2	0,2	- 5,0
Otros	7,3	7,2	1,3
Impuestos indirectos	538,9	381,2	41,3
Trans. patrim. y ac. jur. doc.	29,9	36,9	-19,1
ITE	195,2	115,7	68,8
S/ Consumo	159,9	113,2	41,2
<i>Especiales</i>	114,6	71,2	61,0
<i>Lujo</i>	45,3	42,0	7,8
Aduanas	148,5	97,5	52,3
Monopolios	5,4	18,0	-69,8
Tasas y otros ingresos	40,8	35,3	15,3
Transferencias	26,9	3,7	-
Otros ingresos	35,8	29,2	22,8
De dotaciones Crédito Oficial	30,5	25,0	22,0
Dividendos y otras rentas	1,5	0,6	144,5
Otros	3,8	3,5	6,8

los que gravan la renta de las personas físicas han aumentado en un 20,0 % (16,6 % las retenciones sobre trabajo personal), y en un 14,7 % los que gravan la renta de sociedades, habiendo disminuido los poco significativos impuestos sobre el capital en un 32,0 %. En el caso de los indirectos, su fuerte crecimiento global oculta contrastes muy acusados entre las diversas figuras impositivas. Cabe resaltar, en un sentido positivo, los crecimientos del 68,8 % del ITE, del 41,2 % de los impuestos sobre el consumo y del 52,3 % de los derechos aduaneros, y, en un sentido negativo, los descensos del 69,8 % en las rentas de monopolios y del 19,1 % en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales. Sin entrar en más precisiones, hay que indicar que los impuestos indirectos evolucionan más favorablemente de lo programado y que los impuestos directos no alcanzan el dinamismo previsto.

En el resto de los ingresos no financieros, las tasas se han incrementado en un 15,3 %, en tanto que las transferencias, por ingresos de loterías, muestran unos resultados muy dispares en 1983 y 1984.

Gastos

El intenso aumento de los pagos no financieros ocurrido en el primer trimestre (del 43,4 %, como ya se ha señalado), quedaría amortiguado hasta el 38,8 % si se excluyeran 52,2 m.m. derivados de la cumplimentación de la Ley 3/1983 (de los que 45,6 m.m. corresponden a la rúbrica de transferencias corrientes), y aun esta tasa descendería hasta el 30,9 %, si no se tomaran en consideración los pagos por desgravación fiscal a la exportación (atribuidos también a las transferencias corrientes), cuyo aumento en el primer trimestre (del 152,8 %) parece compensar el moderado incremento que experimentaron durante 1983.

En el cuadro 3 se recoge la clasificación económica de los pagos, y en él puede observarse la descomposición desigual que tiene el crecimiento total según las distintas partidas, destacando sobremanera, en los gastos corrientes, el aumento del 70,4 % de las transferencias, influidas por los hechos mencionados y también por la recomposición del gasto que, desde la perspectiva del Estado, promueve el traspaso de competencias a las comunidades autónomas. Este motivo ha determinado, asimismo, un crecimiento de las transferencias de capital del 73,8 % en el primer trimestre, y, operando en sentido contrario, un moderado avance del consumo público (del 9,6 %), que queda reducido al 2,2 % en el caso de las remuneraciones de personal, y un descenso del 8,3 % en las inversiones directas del Estado.

3. Estado. Pagos no financieros

m.m., %

	ENE - MAR		
	Importe		Crecimiento 84/83
	1984	1983	
TOTAL PAGOS (ORDENADOS)	1.636,6	1.141,2	43,4
Consumo público	354,4	323,5	9,6
Remuneraciones de personal	279,6	273,6	2,2
Sueldos	196,8	211,7	- 7,0
Clases pasivas	82,8	61,9	33,8
Compra de bienes y servicios	74,8	49,9	49,9
Transferencias corrientes	885,3	519,4	70,4
Presupuestarias	631,4	420,3	50,2
Presupuesto corriente	595,2	390,6	52,4
A: OAA	146,9	86,4	70,1
Seguridad Social	204,6	163,0	25,6
Entes territoriales	129,2	74,3	73,9
Empresas	52,5	23,3	125,6
Familias e i.s.f.l.	42,4	29,6	43,5
Otras	19,6	14,1	39,1
Periodo ampliación	36,2	29,7	21,9
Desgravación fiscal exportación	188,5	74,6	152,8
Otras	65,3	24,6	165,7
Pagos de capital	296,4	235,0	26,1
Inversiones reales	125,2	136,5	- 8,3
Transferencias	171,1	98,5	73,8
Presupuesto corriente	158,6	64,2	147,1
A: OAA	30,7	10,1	204,0
OAC	49,5	21,3	132,1
Entes territoriales	36,7	4,9	-
Empresas	39,0	22,8	70,8
Otras	2,7	5,0	-45,9
Periodo de ampliación	58,2	29,6	96,9
Otras	-45,7	4,7	-
Otros pagos	100,6	63,3	58,8
Intereses de cédulas	40,4	35,7	13,3
Otros intereses	59,8	27,3	119,3
Otros	0,3	0,4	- 5,5

4. Estado. Operaciones financieras

m.m.

	ENE-MAR	
	1984	1983
SALDO OPERACIONES FINANCIERAS	623,2	376,8
Deuda pública y cédulas de inversión	1.328,9	242,9
Pagarés del Tesoro	1.252,7	204,5
A medio y largo plazo	13,6	- 5,9
Emisiones brutas	22,3	0,0
Amortizaciones	- 8,7	- 5,9
Deuda no negociable	62,6	44,3
Financiación exterior	103,4	29,5
Créditos recibidos	112,1	37,6
Amortizaciones	- 8,8	- 8,1
Dotaciones al Crédito Oficial	- 45,5	-51,0
Otras operaciones financieras, desfases y discrepancias	- 4,0	11,9
Otras operaciones	- 10,2	34,8
Desfases	9,1	-22,7
De los que op. pendientes de pago	20,5	0,0
Discrepancia estadística	- 3,0	- 0,3
Banco de España	- 759,5	143,6
C/c. del Tesoro	-1 104,5	147,3
C/ especial Crédito Oficial	- 54,5	-23,8
Otras cuentas del Estado	399,5	20,2

permitido financiar el déficit y reducir en 759,5 m.m. el saldo de las cuentas del Tesoro en el Banco de España (véase cuadro 4). El resto de las operaciones financieras ha tenido menos trascendencia, si bien cabe destacar los 112,1 m.m. obtenidos en los mercados exteriores y los 22,3 m.m. por emisión de deuda a medio y largo plazo. Las relaciones con el crédito oficial (emisiones de cédulas menos dotaciones) arrojan en el primer trimestre un saldo a favor del Tesoro de 17,1 m.m., frente a los 6,7 m.m. de signo opuesto en 1983.

25-IV-1984.

En conjunto, cabe apreciar un crecimiento muy dinámico de todos los gastos –las compras de bienes y servicios han crecido en un 49,9 %, y los intereses, en un 58,8 %–, pero la comparación interanual del total de pagos y por partidas contiene considerables elementos de distorsión, que actúan, además, muy acen-tuadamente en estos primeros meses del año.

Operaciones financieras

La colocación voluminosa de pagarés del Tesoro ha

Las nuevas series de crédito interno

En el *Boletín Económico* correspondiente al pasado mes de abril, se publicaron por primera vez los nuevos indicadores del crédito interno —total y por sectores: público y privado—. En sucesivos números irán apareciendo los distintos componentes que integran estos totales.

Las transformaciones que en los últimos años ha experimentado el sistema financiero español con una sustancial ampliación de instrumentos y de agentes, y la creciente integración con los mercados financieros internacionales, han puesto en evidencia las lagunas informativas que padecían algunas estadísticas del Banco de España que extraían su contenido de los estados financieros de las entidades de depósito. Estos balances y cuentas de resultados estaban diseñados para registrar la información de unas organizaciones tradicionales y escasamente relacionadas con el exterior. Las correspondientes al crédito interno eran, sin duda, las que más evidenciaban esta carencia.

La entrada en vigor de las circulares del Banco de España 3/1981 para las cooperativas de crédito, 20/1981 para las cajas de ahorros y 16/1982 para la banca privada constituyó un paso importante para el acceso a una serie de datos relevantes sobre partidas del balance de las entidades que, hasta entonces, figuraban englobadas en conceptos muy amplios. Posteriormente, las circulares 11 y 16 de 1983 y el oficio circular de 10.2.84 han completado la información necesaria para poder abordar el cambio de determinadas estadísticas, ofreciendo una visión más acorde con los conceptos que se pretende recoger.

A continuación, se tratará de explicar las principales diferencias que presentan las nuevas series del crédito interno en relación con las que hasta ahora se ofrecían.

No se publicaba anteriormente una serie de crédito interno propiamente dicha. En el *Boletín Económico* aparecía únicamente el «crédito al sector privado», total y por instituciones que lo otorgaban, concepto que incluía únicamente el negociado mediante pólizas y efectos descontados en pesetas y moneda extranjera. El resto de la financiación recibida por el sector privado a través de valores, letras endosadas, etc., y el total de lo otorgado al sector público podían deducirse a través de las series publicadas en el *Boletín Estadístico*, pero no se publicaba un indicador específico que recogiera este agregado.

Los aspectos fundamentales de las nuevas series que han de ser tenidos en cuenta son:

1. Se considera *crédito interno* la financiación total concedida a los sectores público y privado por las insti-

tuciones que componen el sistema crediticio (1), y la otorgada por las sociedades mediadoras en el mercado de dinero. Se incluyen, además, dentro del crédito interno los fondos prestados a sectores residentes que han sido negociados a través de los mercados monetarios. Estos se componen de pagarés del Tesoro adquiridos en firme por familias y empresas, letras endosadas por el sistema bancario en los mercados bursátiles y extrabursátiles, y pagarés de empresa avalados por bancos, cajas y cooperativas.

Del concepto de crédito interno que se ha elegido, quedan excluidos, por tanto, los fondos canalizados hacia el sector público y el sector privado a través de los mercados de renta fija y variable, y los recursos provenientes del exterior que no estén intermediados por el sistema crediticio. Asimismo, esta definición no comprende la financiación intercambiada entre ambos sectores de *forma directa*, que, por lo tanto, no discurre por mercados organizados y queda fuera del ámbito del sistema crediticio: por ejemplo, los créditos directos del sector público a familias y empresas, o los depósitos del sector privado en la Caja General de Depósitos.

2. La financiación total otorgada por el *sistema crediticio* a los sectores internos comprende el conjunto de recursos concedidos a dichos sectores, que aparece explícitamente incorporado en los estados financieros del sistema, en forma de cuentas patrimoniales del activo de sus balances. Incluye los efectos descontados, las pólizas de crédito y préstamo suscritas, otras cuentas de crédito tales como excedidos en cuentas de crédito o descubiertos en cuenta corriente, y los títulos valores adquiridos, ya sean de renta fija o renta variable.

3. Se incorpora, asimismo, a cada una de las entidades del sistema la financiación que ha concedido a los sectores internos mediante la *adquisición temporal de activos financieros* a estos sectores. En este sentido, cuando una entidad del sistema procede a la compra de un activo a un residente, pactando su reventa en la operación, se prescinde del emisor del activo que ha sido utilizado como colateral de garantía del crédito, y se trata como una cesión de recursos al sector vendedor: por ejemplo, si un banco o caja de ahorros adquiere un pagaré del Tesoro a una empresa, acordándose simultáneamente en la transacción realizada la posterior venta del valor, este contrato queda caracterizado como una operación de crédito al sector privado, pese a la titularidad del pagaré que ha respaldado el conjunto de acuerdos, ya que, en su momento, la finan-

ciación al sector público quedó registrada en la adquisición en firme del pagaré del Tesoro por el sector privado.

4. Las series recogen también los fondos *canalizados a través de los mercados monetarios*. Por ello, quedan caracterizados como financiación al sector público los fondos otorgados a éste mediante la adquisición por familias y empresas de pagarés del Tesoro (1). Se consideran, asimismo, como financiación concedida al sector privado las letras endosadas por el sistema crediticio y los pagarés de empresa avalados por bancos, cajas y cooperativas, que han sido colocados entre particulares en los mercados monetarios.

5. Por la denominación *sector público* se entiende, en general, la acepción de «administraciones públicas» de la contabilidad nacional, con las siguientes excepciones: a) en las cuentas del Banco de España se incorporan los créditos concedidos a empresas públicas en sentido estricto y a organismos autónomos comerciales. b) En la cartera de valores de las cajas se recogen las suscripciones de títulos del INI. En estos momentos se procede a realizar la labor de base que permitirá depurar estas dos anomalías, y, una vez que se cuente con dicha información, estos flujos financieros quedarán sectorizados dentro del conjunto de empresas.

6. Se entiende por *sector privado* el conjunto de personas físicas y jurídicas residentes, distintas del sector público, del sistema crediticio y de las sociedades mediadoras en el mercado de dinero.

7. Al entrar en vigor el nuevo esquema de balance para las instituciones bancarias, a tenor de las circulares antes citadas, se dispone del desglose de sus *negocios en España y negocios en el extranjero*, que antes no aparecía por separado. Para las cajas de ahorros, esta separación está disponible desde diciembre de 1981, y desde diciembre de 1982 para la banca privada.

Como quiera que en la consideración de crédito interno sólo se incluye el derivado de los negocios en España de las instituciones bancarias (2), este desglose ha provocado, en algunas series, inevitables rupturas.

(1) Los pagarés del Tesoro adquiridos en firme por el sistema crediticio y la SMMD aparecen en la cartera de valores de estas entidades.

(2) Este criterio de no recoger en las series de crédito al sector privado los fondos otorgados por las concursales en el extranjero a los residentes se adopta en consonancia con la decisión de incluir en la definición de los agregados monetarios y de liquidez únicamente las cifras de negocios en España.

(1) Incluye: banca privada, cajas de ahorros, cooperativas de crédito, entidades oficiales de crédito y Banco de España.

En el caso de las cajas de ahorros, la ruptura es imperceptible, ya que, salvo alguna excepción de reducida importancia, no disponen de sucursales en el extranjero. Algunas series de la banca sí sufren, en cambio, modificaciones importantes.

8. El crédito en *moneda extranjera* que incorporaban las series antiguas estaba distorsionado por problemas de valoración, al traducir a pesetas las cantidades originales de las distintas monedas en que estaban concedidos los créditos. En las series nuevas se ha tratado de abordar este problema.

En efecto, tal y como las normas en vigor establecen, el contravalor en pesetas del crédito en moneda extranjera que figura en el balance mensual de las entidades se obtiene aplicando al saldo vivo de crédito –en cada moneda en que está concedido– el cambio comprador del último día del mes en que está elaborado el balance.

Este procedimiento no permite, por tanto, distinguir la modificación de los saldos del crédito debida a una variación neta efectivamente registrada en los montantes de fondos dispuestos en moneda extranjera, de aquella otra atribuible a simples modificaciones del tipo de cambio que han tenido lugar a lo largo del período de vida del crédito.

En las nuevas series, se ha tratado de separar este último factor que, en adelante, se denominará *ajuste de valoración*. Para su obtención, se ha procedido del siguiente modo: se calcula mensualmente la variación registrada en cada una de las monedas extranjeras de los saldos vivos de crédito, y estos flujos se transforman en pesetas aplicándoles el cambio medio mensual de cada divisa. El contravalor en pesetas así obtenido, que aproxima razonablemente los créditos efectivamente dispuestos, se va acumulando, mes tras mes, para el conjunto de monedas, obteniéndose la serie de *crédito en moneda extranjera*. La diferencia entre el saldo así elaborado y el obtenido según cambio fin de mes es lo que constituye el «ajuste de valoración».

A continuación se facilitan las series históricas de los distintos componentes del crédito interno.

30-V-1984.

**Crédito interno al sector público otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios**

Saldos fin de mes

	Sistema crediticio		Mercados monetarios	Ajuste valoración financiación en moneda extranjera
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original
1975 ENE	483,3	486,2	—	—
<i>FEB</i>	481,7	497,4	—	—
<i>MAR</i>	512,1	501,6	—	—
<i>ABR</i>	521,9	513,3	—	—
<i>MAY</i>	529,2	524,2	—	—
<i>JUN</i>	558,9	533,3	—	—
<i>JUL</i>	552,4	534,0	—	—
<i>AGO</i>	533,7	536,2	—	—
<i>SEP</i>	555,5	545,7	—	—
<i>OCT</i>	538,0	548,0	—	—
<i>NOV</i>	523,0	564,6	—	—
<i>DIC</i>	571,7	579,3	—	—
1976 ENE	589,5	591,5	—	—
<i>FEB</i>	582,7	602,1	—	—
<i>MAR</i>	620,5	606,2	—	—
<i>ABR</i>	639,6	629,3	—	—
<i>MAY</i>	650,1	646,8	—	—
<i>JUN</i>	674,2	645,6	—	—
<i>JUL</i>	677,5	655,0	—	—
<i>AGO</i>	671,0	675,3	—	—
<i>SEP</i>	644,8	632,3	—	—
<i>OCT</i>	644,2	654,8	—	—
<i>NOV</i>	599,0	644,6	—	—
<i>DIC</i>	634,6	643,6	—	—
1977 ENE	634,4	634,8	—	—
<i>FEB</i>	619,1	640,0	—	—
<i>MAR</i>	660,8	644,2	—	—
<i>ABR</i>	621,9	611,6	—	—
<i>MAY</i>	626,7	626,6	—	0,1
<i>JUN</i>	662,8	637,4	—	0,2
<i>JUL</i>	663,3	641,2	—	2,7
<i>AGO</i>	653,7	659,4	—	2,7
<i>SEP</i>	681,8	668,2	—	2,7
<i>OCT</i>	666,9	675,0	—	2,5
<i>NOV</i>	632,4	677,5	—	2,3
<i>DIC</i>	690,0	702,5	—	2,1

**Crédito interno al sector público otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios (continuación)**

Saldos fin de mes

	Sistema crediticio		Mercados monetarios	Ajuste valoración financiación en moneda extranjera
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original
1978 ENE	706,7	705,8	–	2,0
<i>FEB</i>	656,2	678,1	–	2,0
<i>MAR</i>	735,6	715,5	–	1,9
<i>ABR</i>	725,9	712,2	–	2,1
<i>MAY</i>	727,2	730,6	–	2,0
<i>JUN</i>	769,0	743,0	–	1,7
<i>JUL</i>	743,3	717,7	–	1,4
<i>AGO</i>	789,2	797,2	–	0,9
<i>SEP</i>	855,3	839,2	–	0,8
<i>OCT</i>	848,6	855,0	–	0,5
<i>NOV</i>	857,8	915,3	–	0,6
<i>DIC</i>	881,1	901,3	–	0,6
1979 ENE	932,4	931,1	–	0,6
<i>FEB</i>	906,5	935,0	–	0,6
<i>MAR</i>	1.010,4	982,3	–	0,6
<i>ABR</i>	1.038,8	1.015,9	–	0,6
<i>MAY</i>	1.032,2	1.038,5	–	0,6
<i>JUN</i>	1.153,5	1.120,6	–	0,6
<i>JUL</i>	1.135,2	1.093,9	–	0,6
<i>AGO</i>	1.084,1	1.094,7	–	0,6
<i>SEP</i>	1.139,3	1.120,6	–	0,6
<i>OCT</i>	1.145,7	1.150,2	–	0,6
<i>NOV</i>	1.143,5	1.218,2	–	0,6
<i>DIC</i>	1.204,0	1.237,0	–	0,6
1980 ENE	1.281,6	1.280,6	–	0,6
<i>FEB</i>	1.322,3	1.362,2	–	0,6
<i>MAR</i>	1.400,1	1.362,8	–	0,6
<i>ABR</i>	1.433,0	1.394,8	–	0,6
<i>MAY</i>	1.411,4	1.419,6	–	0,6
<i>JUN</i>	1.523,6	1.487,0	–	0,6
<i>JUL</i>	1.551,2	1.488,9	–	0,6
<i>AGO</i>	1.519,1	1.531,4	–	0,6
<i>SEP</i>	1.602,5	1.581,0	–	0,6
<i>OCT</i>	1.647,4	1.653,4	–	0,6
<i>NOV</i>	1.583,0	1.688,4	–	0,6
<i>DIC</i>	1.627,2	1.675,2	–	0,6

**Crédito interno al sector público otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios (continuación)**

Saldos fin de mes

	Sistema crediticio		Mercados monetarios	Ajuste valoración financiación en moneda extranjera
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original
1981 ENE	1.762,8	1.763,2	–	0,6
FEB	1.759,1	1.807,9	–	0,6
MAR	1.908,8	1.862,7	–	0,6
ABR	1.994,5	1.934,5	–	0,7
MAY	1.973,6	1.981,9	–	0,8
JUN	2.041,1	1.998,6	–	1,1
JUL	2.190,6	2.095,0	–	1,5
AGO	2.163,1	2.174,3	–	1,4
SEP	2.253,5	2.228,7	–	1,3
OCT	2.318,6	2.328,2	0,9	1,3
NOV	2.210,7	2.366,7	1,3	1,1
DIC	2.257,5	2.323,7	2,5	1,5
1982 ENE	2.470,0	2.471,5	0,4	1,7
FEB	2.545,8	2.614,6	2,2	2,5
MAR	2.736,5	2.675,8	0,7	3,1
ABR	2.852,8	2.759,4	3,3	2,4
MAY	2.847,0	2.856,4	6,6	2,7
JUN	2.898,5	2.846,7	10,9	4,1
JUL	3.088,9	2.944,9	22,6	4,4
AGO	3.031,5	3.036,5	25,0	4,7
SEP	2.978,8	2.950,1	33,3	5,0
OCT	3.056,8	3.073,8	46,9	6,1
NOV	2.913,1	3.133,1	55,7	6,4
DIC	3.205,0	3.291,4	75,4	7,7
1983 ENE	3.408,8	3.411,3	92,7	8,9
FEB	3.266,9	3.353,4	130,8	9,4
MAR	3.498,6	3.425,3	196,0	11,4
ABR	3.629,9	3.509,3	217,1	11,3
MAY	3.543,6	3.552,0	245,6	12,5
JUN	3.752,3	3.693,1	263,7	14,7
JUL	4.007,6	3.814,5	268,9	16,4
AGO	3.895,5	3.890,9	289,4	17,4
SEP	4.062,0	4.022,2	293,7	17,4
OCT	4.038,7	4.067,8	331,9	17,5
NOV	3.795,6	4.098,7	371,9	18,9
DIC	4.225,0	4.325,3	429,0	19,5
1984 ENE	4.581,5	4.586,1	433,0	20,3
FEB	4.603,1	4.725,9	422,3	15,7

**Crédito interno al sector privado otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios**

Saldos fin de mes

	Sistema crediticio		Mercados monetarios	Ajuste valoración financiación en moneda extranjera
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original
1975 ENE	4.083,7	4.085,0	—	1,6
<i>FEB</i>	4.144,4	4.160,2	—	1,7
<i>MAR</i>	4.207,2	4.223,8	—	1,3
<i>ABR</i>	4.273,1	4.275,0	—	1,0
<i>MAY</i>	4.334,8	4.348,6	—	0,9
<i>JUN</i>	4.435,1	4.421,9	—	1,3
<i>JUL</i>	4.549,3	4.493,3	—	2,4
<i>AGO</i>	4.564,4	4.578,9	—	2,4
<i>SEP</i>	4.612,0	4.647,4	—	3,9
<i>OCT</i>	4.707,6	4.728,5	—	3,8
<i>NOV</i>	4.797,8	4.808,0	—	4,3
<i>DIC</i>	4.965,8	4.898,6	—	4,9
1976 ENE	4.964,7	4.969,0	—	5,3
<i>FEB</i>	5.016,3	5.034,7	—	20,4
<i>MAR</i>	5.100,8	5.121,2	—	21,3
<i>ABR</i>	5.202,9	5.205,4	—	22,5
<i>MAY</i>	5.295,4	5.313,0	—	23,2
<i>JUN</i>	5.395,1	5.377,6	—	23,3
<i>JUL</i>	5.552,2	5.483,1	—	24,4
<i>AGO</i>	5.559,1	5.577,0	—	23,9
<i>SEP</i>	5.617,3	5.656,9	—	24,8
<i>OCT</i>	5.756,0	5.780,6	—	26,5
<i>NOV</i>	5.877,3	5.889,7	—	26,7
<i>DIC</i>	6.092,0	6.011,9	0,1	27,3
1977 ENE	6.122,0	6.132,2	0,1	27,6
<i>FEB</i>	6.220,8	6.242,0	0,2	28,2
<i>MAR</i>	6.324,8	6.348,7	0,2	27,4
<i>ABR</i>	6.460,4	6.465,0	0,2	28,2
<i>MAY</i>	6.564,2	6.588,1	0,2	29,1
<i>JUN</i>	6.711,6	6.689,6	0,2	31,0
<i>JUL</i>	6.880,7	6.794,7	0,2	76,0
<i>AGO</i>	6.851,8	6.874,2	0,2	74,2
<i>SEP</i>	6.926,7	6.971,2	0,1	75,5
<i>OCT</i>	7.029,8	7.056,5	0,1	72,8
<i>NOV</i>	7.162,3	7.175,3	0,1	71,7
<i>DIC</i>	7.375,7	7.282,9	0,0	68,7

**Crédito interno al sector privado otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios (continuación)**

Saldos fin de mes

	Sistema crediticio		Mercados monetarios	Ajuste valoración financiación en moneda extranjera
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original
1978 ENE	7.334,8	7.351,7	—	67,7
<i>FEB</i>	7.428,2	7.450,4	—	69,0
<i>MAR</i>	7.514,7	7.540,3	—	68,4
<i>ABR</i>	7.635,1	7.642,9	—	69,7
<i>MAY</i>	7.706,7	7.736,7	—	67,7
<i>JUN</i>	7.869,0	7.846,3	—	63,6
<i>JUL</i>	8.031,9	7.935,4	—	58,9
<i>AGO</i>	7.972,2	7.997,5	—	50,3
<i>SEP</i>	8.035,8	8.081,8	—	47,1
<i>OCT</i>	8.128,2	8.153,9	—	34,4
<i>NOV</i>	8.182,7	8.193,0	—	42,4
<i>DIC</i>	8.494,6	8.393,5	—	40,5
1979 ENE	8.419,3	8.442,3	0,1	37,8
<i>FEB</i>	8.560,4	8.582,3	0,1	35,1
<i>MAR</i>	8.641,1	8.666,2	0,1	30,9
<i>ABR</i>	8.721,2	8.732,7	0,1	21,0
<i>MAY</i>	8.810,0	8.846,8	0,1	21,2
<i>JUN</i>	8.986,3	8.967,8	0,1	23,0
<i>JUL</i>	9.167,1	9.063,2	0,1	23,5
<i>AGO</i>	9.151,0	9.179,5	0,1	23,6
<i>SEP</i>	9.278,1	9.327,1	0,3	27,2
<i>OCT</i>	9.417,9	9.440,2	0,3	25,4
<i>NOV</i>	9.554,7	9.558,6	0,5	28,3
<i>DIC</i>	9.783,1	9.668,0	0,6	27,4
1980 ENE	9.758,3	9.785,0	1,2	27,2
<i>FEB</i>	9.927,9	9.951,9	2,3	29,6
<i>MAR</i>	10.071,4	10.098,5	3,8	51,1
<i>ABR</i>	10.170,9	10.186,8	4,6	50,3
<i>MAY</i>	10.300,6	10.347,6	7,9	47,3
<i>JUN</i>	10.499,3	10.490,0	11,3	48,6
<i>JUL</i>	10.726,3	10.610,4	14,1	58,1
<i>AGO</i>	10.739,6	10.772,6	15,5	63,4
<i>SEP</i>	10.843,7	10.899,9	17,1	69,4
<i>OCT</i>	11.032,4	11.049,8	20,9	73,3
<i>NOV</i>	11.232,9	11.226,5	25,0	85,9
<i>DIC</i>	11.450,1	11.314,3	28,4	94,8

**Crédito interno al sector privado otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios (continuación)**

Saldos fin de mes

	Sistema crediticio		Mercados monetarios	Ajuste valoración financiación en moneda extranjera
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original
1981 ENE	11.417,9	11.447,5	36,2	106,2
<i>FEB</i>	11.527,0	11.554,7	42,8	127,9
<i>MAR</i>	11.600,1	11.629,7	48,4	121,1
<i>ABR</i>	11.784,1	11.802,4	55,4	138,6
<i>MAY</i>	11.897,3	11.954,9	62,2	150,7
<i>JUN</i>	12.078,7	12.083,1	69,0	168,2
<i>JUL</i>	12.369,4	12.244,6	77,4	182,3
<i>AGO</i>	12.323,6	12.361,2	81,4	178,3
<i>SEP</i>	12.416,8	12.480,4	85,9	179,0
<i>OCT</i>	12.638,1	12.648,5	96,5	184,4
<i>NOV</i>	12.876,0	12.856,2	105,1	177,6
<i>DIC</i>	13.239,2	13.084,4	113,2	191,0
1982 ENE	13.204,1	13.233,3	124,4	194,2
<i>FEB</i>	13.306,1	13.339,3	132,1	218,0
<i>MAR</i>	13.428,5	13.463,5	146,5	235,2
<i>ABR</i>	13.626,8	13.644,9	162,0	218,6
<i>MAY</i>	13.731,7	13.799,1	180,0	223,5
<i>JUN</i>	13.966,8	13.987,0	195,7	250,1
<i>JUL</i>	13.282,3	14.145,4	213,4	255,0
<i>AGO</i>	14.242,9	14.286,9	225,7	258,9
<i>SEP</i>	14.385,1	14.458,4	233,2	262,4
<i>OCT</i>	14.588,4	14.594,1	241,9	277,7
<i>NOV</i>	14.850,8	14.818,2	258,0	286,9
<i>DIC</i>	15.044,4	14.871,7	271,7	329,3
1983 ENE	14.925,4	14.954,1	287,9	341,9
<i>FEB</i>	15.071,9	15.109,3	311,9	347,4
<i>MAR</i>	15.218,9	15.260,5	325,7	371,0
<i>ABR</i>	15.369,9	15.385,7	342,1	373,7
<i>MAY</i>	15.430,3	15.504,2	357,7	385,3
<i>JUN</i>	15.604,3	15.634,8	374,0	407,7
<i>JUL</i>	15.884,4	15.742,8	364,4	425,1
<i>AGO</i>	15.809,0	15.858,1	329,0	433,8
<i>SEP</i>	15.921,2	15.998,7	279,7	433,5
<i>OCT</i>	16.152,2	16.154,9	236,3	434,2
<i>NOV</i>	16.326,0	16.285,7	201,9	443,6
<i>DIC</i>	16.622,4	16.437,4	155,7	447,7
1984 ENE	16.469,5	16.492,7	145,7	452,0
<i>FEB</i>	16.400,1	16.438,7	129,8	418,6

Crédito interno al sector privado.
Detalle del sistema crediticio por instituciones

Saldos fin de mes

	Banca privada		Cajas de ahorros	Cooperativas de crédito	Crédito oficial		Banco de España
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original
1975 ENE	2.753,7	2.752,4	980,5	91,4	256,5	256,2	1,6
FEB	2.795,3	2.810,2	996,8	91,4	259,3	259,7	1,6
MAR	2.845,2	2.864,3	1.012,3	83,0	265,2	262,6	1,6
ABR	2.885,3	2.888,3	1.033,6	85,3	267,2	268,1	1,6
MAY	2.921,9	2.935,4	1.053,4	86,7	271,2	273,0	1,6
JUN	2.997,3	2.987,4	1.071,1	87,1	277,9	277,0	1,7
JUL	3.090,2	3.036,0	1.092,3	83,8	281,4	282,0	1,7
AGO	3.082,0	3.094,3	1.112,0	84,2	284,5	286,2	1,7
SEP	3.104,2	3.141,3	1.128,7	85,8	291,7	291,1	1,7
OCT	3.181,8	3.199,7	1.143,5	86,9	293,7	295,7	1,7
NOV	3.250,9	3.255,2	1.157,1	90,4	297,8	300,2	1,7
DIC	3.371,1	3.308,2	1.190,4	92,1	310,4	304,8	1,8
1976 ENE	3.353,8	3.354,6	1.207,8	92,0	309,3	309,0	1,8
FEB	3.374,7	3.392,8	1.232,7	92,7	314,4	314,8	1,8
MAR	3.430,1	3.453,6	1.249,4	95,5	324,0	321,0	1,8
ABR	3.509,4	3.513,3	1.268,8	97,2	325,6	326,6	1,8
MAY	3.574,7	3.592,2	1.290,6	98,5	329,8	331,8	1,8
JUN	3.640,6	3.627,0	1.314,3	100,1	338,1	336,6	1,8
JUL	3.760,9	3.693,5	1.342,2	104,5	342,8	343,5	1,9
AGO	3.736,7	3.751,5	1.362,5	108,1	349,9	352,0	2,0
SEP	3.755,9	3.797,3	1.388,4	111,7	359,3	358,9	2,0
OCT	3.864,5	3.885,7	1.414,1	116,0	359,3	361,7	2,0
NOV	3.944,0	3.949,3	1.438,9	120,0	372,3	375,5	2,1
DIC	4.103,0	4.028,0	1.471,4	124,2	391,1	384,3	2,2
1977 ENE	4.118,1	4.123,7	1.483,6	125,7	392,4	392,1	2,2
FEB	4.174,3	4.196,9	1.518,0	127,5	398,7	399,4	2,2
MAR	4.240,3	4.268,8	1.541,4	130,3	410,5	406,8	2,3
ABR	4.355,5	4.361,7	1.559,0	133,7	409,9	411,0	2,3
MAY	4.410,1	4.433,7	1.597,2	137,4	417,1	419,6	2,4
JUN	4.511,3	4.493,1	1.628,8	140,8	428,2	425,7	2,4
JUL	4.643,9	4.558,7	1.654,1	144,0	436,3	437,0	2,4
AGO	4.590,8	4.608,7	1.671,4	144,8	442,3	445,1	2,5
SEP	4.621,1	4.667,6	1.698,1	148,3	456,6	456,4	2,5
OCT	4.689,3	4.712,8	1.728,5	150,1	459,4	462,5	2,5
NOV	4.777,5	4.782,4	1.761,7	154,8	465,7	469,9	2,6
DIC	4.931,6	4.844,8	1.796,0	158,5	486,9	478,7	2,6

Crédito interno al sector privado.
Detalle del sistema crediticio por instituciones (continuación)

Saldos fin de mes

	Banca privada		Cajas de ahorros	Cooperativas de crédito	Crédito oficial		Banco de España
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original
1978 ENE	4.863,9	4.874,8	1.818,6	162,0	487,7	487,3	2,6
<i>FEB</i>	4.899,3	4.925,4	1.864,7	164,9	496,7	497,7	2,6
<i>MAR</i>	4.941,9	4.973,7	1.894,5	165,3	510,3	506,0	2,6
<i>ABR</i>	5.032,4	5.041,7	1.914,8	169,4	515,8	517,1	2,6
<i>MAY</i>	5.059,5	5.088,8	1.948,4	172,3	523,8	526,8	2,6
<i>JUN</i>	5.176,9	5.157,7	1.972,9	176,1	540,4	536,3	2,7
<i>JUL</i>	5.296,0	5.198,4	2.010,7	179,4	543,0	543,7	2,7
<i>AGO</i>	5.208,1	5.227,6	2.033,1	180,4	547,8	551,3	2,8
<i>SEP</i>	5.225,4	5.273,4	2.067,5	182,1	558,0	558,1	2,8
<i>OCT</i>	5.280,8	5.304,1	2.094,7	187,0	562,9	566,8	2,8
<i>NOV</i>	5.288,8	5.290,6	2.128,6	192,5	570,0	575,5	2,9
<i>DIC</i>	5.466,8	5.372,8	2.238,1	193,6	592,6	583,1	3,5
1979 ENE	5.388,7	5.404,4	2.238,7	195,2	593,1	592,5	3,6
<i>FEB</i>	5.488,3	5.516,8	2.271,1	196,6	600,6	601,9	3,7
<i>MAR</i>	5.525,0	5.558,4	2.294,3	200,5	617,5	612,5	3,7
<i>ABR</i>	5.576,1	5.588,8	2.316,2	204,2	620,9	622,3	3,8
<i>MAY</i>	5.632,8	5.667,7	2.337,7	205,9	629,7	633,1	3,8
<i>JUN</i>	5.781,3	5.766,0	2.340,6	211,9	648,7	642,7	3,8
<i>JUL</i>	9.538,4	5.831,1	2.357,5	216,4	650,9	651,3	3,9
<i>AGO</i>	5.884,2	5.905,4	2.387,9	218,4	656,6	660,9	3,9
<i>SEP</i>	5.947,7	5.999,1	2.427,2	229,2	670,0	670,4	3,9
<i>OCT</i>	6.049,7	6.070,5	2.451,2	235,4	677,6	682,6	3,9
<i>NOV</i>	6.131,8	6.127,0	2.490,6	242,9	685,4	692,2	4,0
<i>DIC</i>	6.327,1	6.220,7	2.492,1	244,6	715,4	704,5	4,0
1980 ENE	6.274,9	6.294,2	2.516,6	246,4	716,2	715,3	4,2
<i>FEB</i>	6.382,0	6.414,1	2.570,8	248,5	722,3	724,1	4,3
<i>MAR</i>	6.482,9	6.520,1	2.596,6	250,1	737,5	731,6	4,3
<i>ABR</i>	6.561,2	6.577,8	2.614,6	253,8	736,9	738,4	4,4
<i>MAY</i>	6.628,9	6.672,4	2.663,6	256,2	747,5	751,6	4,4
<i>JUN</i>	6.763,1	6.756,7	2.686,4	264,7	770,8	763,2	4,4
<i>JUL</i>	6.967,8	6.846,3	2.712,1	269,2	772,8	772,8	4,4
<i>AGO</i>	6.492,8	6.967,4	2.741,4	270,6	780,4	785,5	4,4
<i>SEP</i>	6.894,3	7.042,8	2.786,9	271,2	796,8	797,3	4,4
<i>OCT</i>	7.139,7	7.155,9	2.815,2	274,7	798,3	804,4	4,4
<i>NOV</i>	7.278,7	7.263,6	2.865,6	271,9	812,1	820,3	4,5
<i>DIC</i>	7.440,4	7.315,6	2.871,6	289,8	843,7	831,3	4,6

Crédito interno al sector privado.
Detalle del sistema crediticio por instituciones (continuación)

Saldos fin de mes

	Banca privada		Cajas de ahorros	Cooperativas de crédito	Crédito oficial		Banco de España
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie original	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original
1981 ENE	7.383,3	7.406,2	2.891,4	293,2	845,3	844,2	4,6
FEB	7.421,3	7.457,8	2.946,2	299,9	854,9	857,1	4,6
MAR	7.433,6	7.475,5	2.983,0	302,6	876,2	869,1	4,7
ABR	7.598,9	7.617,5	2.990,6	301,4	888,5	890,1	4,7
MAY	7.657,8	7.710,0	3.026,1	306,4	902,2	907,5	4,8
JUN	7.769,7	7.777,4	3.053,9	315,8	934,4	925,3	4,9
JUL	8.020,6	7.888,4	3.071,6	329,2	943,0	942,9	5,0
AGO	7.940,6	7.968,1	3.097,3	331,7	949,4	955,5	4,6
SEP	7.976,8	8.042,5	3.127,0	336,6	971,7	972,0	4,8
OCT	8.138,2	8.145,8	3.160,5	351,9	982,6	990,6	4,9
NOV	8.293,8	8.265,1	3.219,2	360,3	997,6	1.007,3	5,0
DIC	8.590,3	8.449,4	3.245,1	361,7	1.036,9	1.022,0	5,2
1982 ENE	8.529,0	8.552,1	3.256,7	368,6	1.044,5	1.043,0	5,3
FEB	8.565,7	8.068,2	3.301,3	373,0	1.060,8	1.063,5	5,3
MAR	8.617,5	8.668,1	3.341,8	377,0	1.086,8	1.077,5	5,4
ABR	8.773,0	8.791,0	3.377,0	380,1	1.091,3	1.093,1	5,4
MAY	8.822,3	8.882,2	3.420,2	382,8	1.100,9	1.107,8	5,5
JUN	8.942,1	8.966,4	3.496,4	388,4	1.134,2	1.123,7	5,7
JUL	9.207,1	9.062,1	3.529,6	398,1	1.141,7	1.141,4	5,8
AGO	9.114,6	9.146,7	3.564,9	404,4	1.153,2	1.160,7	5,8
SEP	9.163,2	9.237,9	3.617,9	413,2	1.184,9	1.184,8	5,8
OCT	9.310,8	9.311,4	3.662,1	423,2	1.186,5	1.196,6	5,8
NOV	9.490,7	9.448,1	3.719,8	432,3	1.202,1	1.213,6	5,9
DIC	9.523,3	9.367,9	3.821,4	445,1	1.248,4	1.230,7	6,1
1983 ENE	9.379,7	9.403,4	3.838,5	450,4	1.250,5	1.248,7	6,2
FEB	9.458,0	9.505,2	3.887,4	455,5	1.264,7	1.267,6	6,2
MAR	9.514,6	9.574,7	3.940,4	457,3	1.300,3	1.288,8	6,2
ABR	9.622,6	9.638,1	3.978,9	458,3	1.303,9	1.305,9	6,2
MAY	9.601,3	9.666,0	4.051,3	457,7	1.313,8	1.322,3	6,2
JUN	9.649,6	0.685,1	4.129,4	464,7	1.354,3	1.342,3	6,2
JUL	9.889,9	9.739,7	4.155,3	468,5	1.364,5	1.364,0	6,3
AGO	9.772,2	9.807,5	4.189,3	465,3	1.376,0	1.384,8	6,2
SEP	9.790,5	9.868,7	4.251,8	466,3	1.406,2	1.405,6	6,3
OCT	9.962,2	9.956,9	4.306,0	466,7	1.411,0	1.423,3	6,3
NOV	10.030,7	9.979,1	4.388,4	467,3	1.433,3	1.446,5	6,3
DIC	10.174,0	10.010,1	4.475,1	474,5	1.492,2	1.471,2	6,5
1984 ENE	10.019,7	10.038,9	4.471,7	477,1	1.494,6	1.493,1	6,5
Feb	9.943,8	9.991,6	4.464,3	480,2	1.505,4	1.508,5	6,4

**Crédito interno otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios. Total**

Saldos fin de mes

	Total		Sector público		Sector privado	
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie desestacionalizada
1975 ENE	4.567,0	4.568,9	483,3	483,9	4.083,7	4.085,0
FEB	4.626,1	4.656,9	481,7	496,7	4.144,4	4.160,2
MAR	4.719,3	4.725,4	512,1	501,6	4.207,2	4.223,8
ABR	4.795,0	4.791,9	521,9	516,9	4.273,1	4.275,0
MAY	4.863,9	4.878,6	529,2	530,0	4.334,8	4.348,6
JUN	4.994,0	4.960,3	558,9	538,4	4.435,1	4.421,9
JUL	5.101,7	5.028,8	552,4	535,5	4.549,3	4.493,3
AGO	5.098,2	5.114,4	533,7	535,5	4.564,4	4.578,9
SEP	5.167,5	5.188,5	555,5	541,1	4.612,0	4.647,4
OCT	5.245,6	5.273,1	538,0	544,6	4.707,6	4.728,5
NOV	5.320,8	5.370,4	523,0	562,4	4.797,8	4.808,0
DIC	5.537,5	5.475,6	571,7	577,0	4.965,8	4.898,6
1976 ENE	5.554,1	5.558,4	589,5	589,4	4.964,7	4.969,0
FEB	5.599,0	5.636,3	582,7	601,6	5.016,3	5.034,7
MAR	5.721,3	5.728,2	620,5	607,0	5.100,8	5.121,2
ABR	5.842,5	5.838,3	639,6	632,9	5.202,9	5.205,4
MAY	5.945,5	5.964,7	650,1	651,7	5.295,4	5.313,0
JUN	6.069,2	6.027,7	674,2	650,1	5.395,1	5.377,6
JUL	6.229,7	6.139,4	677,5	656,3	5.552,2	5.483,1
AGO	6.230,1	6.251,1	671,0	674,1	5.559,1	5.577,0
SEP	6.262,2	6.285,4	644,8	628,5	5.617,3	5.656,9
OCT	6.400,3	6.432,6	644,2	652,0	5.756,0	5.780,6
NOV	6.476,3	6.532,4	599,0	642,7	5.877,3	5.889,7
DIC	6.726,7	6.653,8	634,6	641,8	6.092,1	6.012,0
1977 ENE	6.756,6	6.765,9	634,4	633,6	6.122,1	6.132,3
FEB	6.840,1	6.882,0	619,1	639,8	6.221,0	6.242,2
MAR	6.985,8	6.993,8	660,8	644,9	6.325,0	6.348,9
ABR	7.082,4	7.079,2	621,9	614,0	6.460,6	6.465,2
MAY	7.191,1	7.217,8	626,7	629,6	6.564,4	6.588,2
JUN	7.374,6	7.329,8	662,8	640,1	6.711,8	6.689,7
JUL	7.544,2	7.437,0	663,3	642,1	6.880,9	6.794,9
AGO	7.505,7	7.532,7	653,7	658,3	6.852,0	6.874,4
SEP	7.608,7	7.637,2	681,8	665,8	6.926,8	6.971,4
OCT	7.696,9	7.729,9	666,9	673,3	7.030,0	7.056,6
NOV	7.794,9	7.851,6	632,4	676,2	7.162,5	7.175,4
DIC	8.065,7	7.984,1	690,0	701,2	7.375,7	7.282,9

**Crédito interno otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios. Total (continuación)**

Saldos fin de mes

	Total		Sector público		Sector privado	
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie desestacionalizada
1978 ENE	8.041,5	8.057,0	706,7	705,2	7.334,8	7.351,8
FEB	8.084,4	8.128,8	656,2	678,4	7.428,2	7.450,4
MAR	8.250,3	8.256,2	735,6	715,9	7.514,7	7.540,3
ABR	8.361,0	8.356,6	725,9	713,7	7.635,1	7.642,9
MAY	8.434,0	8.468,8	727,2	732,1	7.706,7	7.736,7
JUN	8.638,0	8.590,7	769,0	744,4	7.869,0	7.846,3
JUL	8.775,2	8.653,8	743,3	718,3	8.031,9	7.935,5
AGO	8.761,3	8.793,8	789,2	796,3	7.972,2	7.997,5
SEP	8.891,2	8.920,0	855,3	838,2	8.035,8	8.081,8
OCT	8.976,8	9.008,3	848,6	854,3	8.128,2	8.154,0
NOV	9.040,5	9.107,5	857,8	914,5	8.182,7	8.193,0
DIC	9.375,7	9.293,9	881,1	900,4	8.494,6	8.393,5
1979 ENE	9.351,9	9.373,3	932,4	930,9	8.419,4	8.442,4
FEB	9.467,0	9.518,1	906,5	935,6	8.560,5	8.582,5
MAR	9.651,5	9.648,6	1.010,4	982,2	8.641,2	8.666,4
ABR	9.760,0	9.749,1	1.038,8	1.016,3	8.721,3	8.732,8
MAY	9.842,3	9.885,6	1.032,2	1.038,7	8.810,1	8.846,9
JUN	10.140,0	10.088,9	1.153,5	1.121,0	8.986,4	8.967,9
JUL	10.302,5	10.157,5	1.135,2	1.094,1	9.167,3	9.063,4
AGO	10.235,3	10.274,6	1.084,1	1.095,0	9.151,2	9.179,6
SEP	10.417,7	10.448,9	1.139,3	1.121,5	9.278,4	9.327,4
OCT	10.563,9	10.590,6	1.145,7	1.150,0	9.418,2	9.440,6
NOV	10.698,7	10.777,0	1.143,5	1.217,9	9.555,2	9.559,1
DIC	10.987,8	10.905,6	1.204,0	1.237,0	9.783,7	9.668,6
1980 ENE	11.041,1	11.065,7	1.281,6	1.279,5	9.759,5	9.786,2
FEB	11.252,5	11.317,5	1.322,3	1.363,4	9.930,2	9.954,1
MAR	11.475,3	11.463,8	1.400,1	1.361,5	10.075,2	10.102,3
ABR	11.608,4	11.585,0	1.433,0	1.393,6	10.175,5	10.191,4
MAY	11.719,8	11.773,5	1.411,4	1.418,0	10.308,4	10.355,5
JUN	12.034,1	11.987,8	1.523,6	1.486,5	10.510,5	10.501,3
JUL	12.291,6	12.113,8	1.551,2	1.489,3	10.740,3	10.624,5
AGO	12.274,2	12.322,0	1.519,1	1.533,9	10.755,1	10.788,1
SEP	12.463,3	12.502,1	1.602,5	1.585,2	10.860,7	10.916,9
OCT	12.700,7	12.723,1	1.647,4	1.652,4	11.053,3	11.070,7
NOV	12.840,9	12.939,9	1.583,0	1.688,4	11.257,9	11.251,5
DIC	13.105,6	13.019,3	1.627,2	1.676,6	11.478,5	11.342,7

**Crédito interno otorgado por el sistema crediticio
y los mercados monetarios. Total (continuación)**

Saldos fin de mes

	Total		Sector público		Sector privado	
	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie desestacionalizada	Serie original	Serie desestacionalizada
1981 ENE	13.216,8	13.244,9	1.762,8	1.761,2	11.454,1	11.483,7
FEB	13.328,9	13.407,1	1.759,1	1.809,6	11.569,8	11.597,5
MAR	13.557,3	13.537,5	1.908,8	1.859,4	11.648,5	11.678,1
ABR	13.834,0	13.788,2	1.994,5	1.930,4	11.839,5	11.857,8
MAY	13.933,0	13.994,7	1.973,6	1.977,6	11.959,5	12.017,1
JUN	14.188,8	14.150,0	2.041,1	1.997,9	12.147,7	12.152,1
JUL	14.637,4	14.418,5	2.190,6	2.096,5	12.446,8	12.322,0
AGO	14.568,1	14.623,8	2.163,1	2.181,2	12.405,0	12.442,6
SEP	14.756,2	14.804,6	2.253,5	2.238,3	12.502,7	12.566,3
OCT	15.054,1	15.070,2	2.319,5	2.325,2	12.734,6	12.745,1
NOV	15.193,1	15.328,6	2.212,0	2.367,3	12.981,1	12.961,3
DIC	15.612,5	15.529,1	2.260,0	2.331,5	13.352,4	13.197,6
1982 ENE	15.798,8	15.825,7	2.470,3	2.468,1	13.328,5	13.357,6
FEB	15.986,3	16.090,1	2.548,0	2.618,6	13.438,3	13.471,5
MAR	16.312,2	16.279,2	2.737,2	2.669,1	13.575,0	13.610,1
ABR	16.644,8	16.561,0	2.856,1	2.754,2	13.788,7	13.806,8
MAY	16.765,4	16.833,5	2.853,6	2.854,4	13.911,8	13.979,1
JUN	17.071,9	17.038,4	2.909,5	2.855,8	14.162,4	14.182,6
JUL	17.607,3	17.330,5	3.111,5	2.971,6	14.495,8	14.358,9
AGO	17.525,1	17.588,5	3.056,4	3.075,9	14.468,7	14.512,6
SEP	17.630,4	17.690,6	3.012,2	2.999,0	14.618,2	14.691,6
OCT	17.934,0	17.947,8	3.103,7	3.111,8	14.830,3	14.836,0
NOV	18.077,6	18.265,9	2.968,8	3.189,7	15.108,8	15.076,2
DIC	18.596,4	18.524,1	3.280,4	3.380,8	15.316,0	15.143,3
1983 ENE	18.714,8	18.741,8	3.501,5	3.499,8	15.213,3	15.242,0
FEB	18.781,4	18.909,1	3.397,7	3.488,0	15.383,8	15.421,1
MAR	19.239,3	19.190,8	3.694,6	3.604,6	15.544,7	15.586,2
ABR	19.559,1	19.432,4	3.847,1	3.704,6	15.712,0	15.727,8
MAY	19.577,2	19.646,2	3.789,2	3.784,4	15.788,0	15.861,8
JUN	19.994,3	19.960,1	4.016,0	3.951,3	15.978,3	16.008,8
JUL	20.525,4	20.187,7	4.276,6	4.080,5	16.248,8	16.107,2
AGO	20.322,9	20.392,5	4.184,9	4.205,4	16.138,0	16.187,1
SEP	20.556,6	20.618,0	4.355,8	4.339,7	16.200,8	16.278,3
OCT	20.759,2	20.773,0	4.370,7	4.381,7	16.388,5	16.391,3
NOV	20.695,3	20.976,5	4.167,5	4.489,0	16.527,8	16.487,5
DIC	21.431,9	21.383,2	4.654,1	4.790,3	16.777,8	16.592,9
1984 ENE	21.629,7	21.653,0	5.014,5	5.014,5	16.615,2	16.638,5
FEB	21.555,3	21.722,7	5.025,3	5.154,2	16.530,0	16.568,5

Información del Banco de España

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

Modificaciones en abril de 1984

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (b)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-I-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial					Préstamos y Créditos					Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
RESTO COMERCIALES Y MIXTOS												
CITIBANK ESPAÑA												
(24-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	19,00	=	=	=	12,00
(26-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	22,00
MERCANTIL TARRAGONA												
(11-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	25,00	25,00	19,00	20,00
INDUSTRIALES												
INDUST. DE GUIPUZCOA												
(2-IV-84).....	11,00	13,00	15,00	15,50	16,00	=	=	=	=	=	=	=
EXTRANJEROS												
BANKERS TRUST CO.												
(6-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	19,38	=	=	=	=	=
(16-IV-84).....	=	=	=	=	=	18,88	19,50	=	=	=	=	=
(30-IV-84).....	=	=	=	=	=	17,88	19,13	=	=	=	=	=
BARCLAYS BANK INTER.												
(5-IV-84).....	=	=	=	=	=	17,50	18,50	=	=	=	=	=
BRASIL												
(6-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	20,00	=	18,00	21,00
CONTINENTAL ILL												
(2-IV-84).....	11,50	=	=	=	=	=	=	=	20,50	20,50	=	=
(3-IV-84).....	11,25	=	15,15	=	=	17,50	=	=	20,25	20,25	=	=
(9-IV-84).....	11,00	13,65	14,70	=	=	17,00	=	=	20,00	20,00	=	=
(10-IV-84).....	11,70	14,35	15,15	=	=	17,50	=	=	20,75	20,75	=	=
(17-IV-84).....	11,00	13,90	14,70	=	=	17,00	=	=	20,00	20,00	=	=
(27-IV-84).....	10,50	13,65	14,45	=	=	16,75	=	=	19,50	19,50	=	=
CHASE MANHATTAN BANK												
(12-IV-84).....	=	=	18,75	19,25	=	18,25	18,25	=	21,25	=	=	=
DRESDNER BANK												
(30-IV-84).....	15,65	=	16,65	15,95	=	17,40	19,00	=	=	=	=	=
FIRST INTERSTATE BANK OF CALIFORNIA												
(6-IV-84).....	=	=	=	=	=	17,00	=	=	=	=	=	=
(13-IV-84).....	=	=	=	=	=	17,75	=	=	=	=	=	=
(16-IV-84).....	=	=	=	=	=	17,25	=	=	=	=	=	=
FIRST NATIONAL BANK												
(4-IV-84).....	=	=	16,43	17,64	=	17,43	19,14	=	=	=	=	=
(9-IV-84).....	=	=	16,13	17,50	=	17,13	19,00	=	=	=	=	=
(16-IV-84).....	=	=	16,60	17,60	=	17,60	19,10	=	=	=	=	=
(23-IV-84).....	=	=	16,25	17,50	=	17,25	19,00	=	23,00	=	=	=
MIDLAND BANK												
(12-IV-84).....	=	=	=	=	=	19,00	=	=	22,00	=	=	=
(18-IV-84).....	=	=	=	=	=	18,00	=	=	21,00	=	=	=
(25-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
MORGAN GUARANTY												
(3-IV-84).....	16,38	=	16,63	17,25	=	17,25	18,25	=	=	=	=	=
(13-IV-84).....	17,00	=	17,25	16,00	=	18,00	18,50	=	24,00	24,00	=	=
(27-IV-84).....	15,80	=	16,50	15,50	=	17,00	18,25	=	=	=	=	=

(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 abril de 1984

BANCOS	Tipos preferenciales declarados (Orden Ministerial de 17-I-81, número segundo)								Descu- biertos en c/c.	Excedi- dos en cta/cto. (a)	Tipos superior e inferior en operaciones de financiación a largo plazo (OM 17-I-81, sección IV y RD 73/81)	
	Descuento Comercial				Préstamos y Créditos						Inferior	Superior
	Un mes	Dos meses	Tres meses	Un año	Tres años	Tres meses	Un año	Tres años				
NATIONAL WESTM (6-IV-84).....	=	=	18,00	19,00	=	18,75	19,75	=	=	=	=	=
(26-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
PARIBAS (2-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
TOKYO (30-IV-84).....	=	=	=	=	=	17,13	18,38	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORROS												
CADIZ (23-IV-84).....	=	=	=	16,00	17,00	=	16,00	17,00	=	=	17,00	=
GALICIA (7-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	(4,00)	=	=
SANTANDER (18-IV-84).....	=	=	10,50	10,50	10,50	=	=	=	=	=	=	=
TARRASA (14-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	14,50	=	21,00	21,00	=	=
POSTAL (3-IV-84).....	=	=	=	=	=	=	=	16,00	20,00	=	16,00	=

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

CIRCULARES PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
13/84 de 10 de abril	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Pagarés del Tesoro.	18 abril 1984
14/84 de 17 de abril	Entidades de depósito. Cómputo de los depósitos de ahorro del emigrante en el coeficiente de caja.	11 mayo 1984

MODIFICACIONES A LAS CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
3/81 de 23 de enero	Cooperativas de crédito. Normas sobre balance y cuenta de re- sultados. (Texto refundido con las modificaciones introducidas hasta el 28 de marzo de 1984).	—
4/81 de 30 de enero	Entidades delegadas. Mercado a plazo de divisas. (Texto modificado por acuerdo del Consejo Ejecutivo de 3 de abril de 1984).	6 abril 1984

PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

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

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

AGUSTIN MARAVALL

NOTAS SOBRE LA EXTRACCION DE UNA SEÑAL EN UN MODELO ARIMA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8404

La estimación de componentes no-observables tiende, en estos últimos años, a ser integrada en el análisis de series temporales en el marco de un modelo. Típicamente, los modelos utilizados son modelos ARIMA.

La estimación de componentes es un caso particular del problema más general de «extracción de señales» de una serie. La señal puede ser la serie desestacionalizada, una tendencia, o, en general, un «componente no-observado» de determinadas características.

El presente trabajo analiza, primero, el problema de la extracción de una señal en un modelo IMA. El análisis se realiza en el dominio frecuencial y en el temporal, y se presta una especial atención al problema de la identificación de los componentes. Se ve cómo es posible inferir un modelo para la señal, a partir de la estructura de la serie y del tipo de descomposición que se pretende obtener. Se ve también cómo, de las especificaciones admisibles para la señal, existe una que resulta preferible —la descomposición canónica—, y se derivan algunas de sus propiedades. Finalmente, se ve cómo se generalizan los resultados para modelos ARIMA.

AGUSTIN MARAVALL

ANALISIS DE LAS SERIES DE COMERCIO EXTERIOR (I).—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8405

Este documento contiene la primera parte de un trabajo detallado sobre el tratamiento estadístico de las series de comercio exterior, que integre predicción a corto plazo y seguimiento, y permita la estimación de los distintos movimientos presentes en las series.

Este primer documento se centra fundamentalmente

en la serie de exportaciones. Se analiza su estructura estocástica y se discuten modelos alternativos para la misma. Se concluye que, como sucede con frecuencia, varios modelos ofrecen resultados relativamente parecidos desde el punto de vista de la estimación (produciendo ruido blanco residual con varianzas aproximadamente mínima) y de la predicción fuera de la muestra.

Se procede después a la desestacionalización de la serie de exportaciones por medio de X11 y X11 ARIMA. La serie desestacionalizada que resulta tiene poco contenido informativo: está sujeta a fuertes revisiones y contiene movimientos erráticos importantes. Se plantea, pues, la necesidad de buscar mediciones más precisas y estables.

IGNACIO MAULEON

APROXIMACIONES A LA DISTRIBUCION FINITA DE CRITERIOS JI-CUADRADO: UNA NOTA INTRODUCTORIA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8406

La utilidad de la aplicación de métodos estadísticos sofisticados a la resolución de problemas de política económica es un hecho reconocido. En los últimos meses, se han venido aplicando con creciente intensidad técnicas econométricas a estos problemas en España. Esto ha hecho despertar el interés por ciertas cuestiones más puramente teóricas, como es la de este trabajo, cuyo contenido básicamente es el siguiente:

En Estadística, y en Econometría en particular, uno de los campos más inexplorados es el de las distribuciones en muestras finitas. Los resultados asintóticos están muy desarrollados, y se dispone de ellos con facilidad para casi todas las situaciones. Sin embargo, cualquier estimulación con datos artificiales, por ingenua que sea, muestra los errores, a veces muy considerables, cometidos por las aproximaciones asintóticas. Estos errores, a veces, se atenúan considerablemente mediante la introducción de factores de corrección, pero generalmente no es así.

En los últimos años, una corriente sustancial de investigación se ha centrado en este campo (por ejemplo, Sargan, Phillips, Rothenberg, por citar sólo algunos nombres, han publicado numerosos trabajos sobre este tema). Aunque los resultados de estas investigaciones no están totalmente disponibles aún para su aplicación en general, en muchos casos empiezan a ser fructíferos.

Este trabajo recoge los puntos esenciales de una contribución a este campo, realizada por el autor. Se trata de un resumen de la prueba de un teorema, de la obtención de la correspondiente aproximación, y de un planteamiento general del problema.

AGUSTIN MARAVALL

MODEL-BASED TREATMENT OF A MANIC-DEPRESSIVE SERIES.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8407

Por medio de una aplicación concreta, se estiman las señales implícitas en un modelo ARIMA. Cuando la serie contenga un componente irregular importante, la serie desestacionalizada presentará un comportamiento fuertemente errático. Además, el irregular implicará errores de predicción altos, que se traducirán en revisiones elevadas. Interesará, en estos casos, utilizar mediciones más precisas y estables.

El trabajo muestra cómo es posible utilizar técnicas de extracción de señales para estimar tendencias en modelos ARIMA. En general, se analiza la sensibilidad de la descomposición de la serie ante cambios en la especificación ARIMA. Se concluye que la ambigüedad, presente siempre en la elección de un modelo, ofrece un margen amplio para mejorar la calidad de la señal estimada. Por tanto, cuando se utilice un ARIMA para extraer señales, deberán ser consideradas las características espectrales de los componentes implícitos.

AGUSTIN MARAVALL

ON ISSUES INVOLVED WITH THE SEASONAL ADJUSTMENT OF TIME SERIES.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8408

El documento analiza algunos aspectos relativos a la desestacionalización basada en modelos ARIMA. Estos se refieren a la justificación de la desestacionalización, a la caracterización de los componentes, a los criterios utilizables para juzgar la sensatez de los resultados obtenidos, y, sobre todo, al problema de las revisiones.

En general, la estimación de los diversos componentes de una serie (estacionalidad, tendencia o ruido) se

justifica cuando éstos implican reacciones distintas por parte de la autoridad económica. Se argumenta que la descomposición preferible es la llamada «canónica», para la cual se maximiza la varianza del irregular y se minimiza el ruido presente en los demás componentes. Sin embargo, se demuestra cómo, en la descomposición entre señal y ruido, la solución canónica maximiza las revisiones.

Puesto que las revisiones son fuente de problemas, se analizan estrategias que permitan reducir éstas. Finalmente, se compara la desestacionalización basada en modelos ARIMA con la que resulta por medio de X11 y de modelos «estructurales» recientemente propuestos.

AGUSTIN MARAVALL

ANALISIS DE LAS SERIES DE COMERCIO EXTERIOR (II).—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8409

El presente trabajo continúa el documento n.º 8405. Concluimos en este último que la serie desestacionalizada por medio de X11 o X11 ARIMA ofrecía un contenido informativo muy pobre: se estimaba contemporáneamente mal y estaba sujeta a fuertes fluctuaciones erráticas.

En el presente documento, se desestacionaliza la serie por medio de un método basado en la especificación de un modelo ARIMA. Se explica el fundamento del mismo y se discute un ejemplo.

Sin embargo, al aplicarlo a la serie de exportaciones, los resultados varían poco con respecto a los obtenidos con X11. Se concluye que los problemas asociados con la serie desestacionalizada no son debidos al uso de un método incorrecto, sino a características intrínsecas de la misma, relacionadas con la elevada varianza de las innovaciones y del irregular. El seguimiento debería, pues, centrarse en estimaciones de la tendencia —en lugar de hacerlo en la serie desestacionalizada—, que eliminen también de la serie el componente irregular (en este caso, ruido blanco).