

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

junio 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 La economía española en los primeros meses de 1984.
- 35 Información del Banco de España
- 36 Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorro. Modificaciones en mayo de 1984.
- 38 Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España.
- 39 Publicaciones recientes del Banco de España.
- 43 Indicadores económicos

La economía española en los primeros meses de 1984

1. Introducción

La economía española ha vivido, durante los primeros meses de 1984, un período de considerable reducción de los desequilibrios monetarios y una fase de mejora de la actividad, de perfil incierto con la información disponible, apoyada en la demanda exterior y frenada por la atonía de la demanda interna.

La economía de Estados Unidos ha mantenido un ritmo muy intenso de recuperación, seguida del Japón; y aunque los países europeos están evolucionando según unas sendas de reactivación más lentas que las esperadas y una buena parte de los países en vías de desarrollo, sometidos a graves dificultades de liquidez exterior, mantiene muy deprimidas sus importaciones, el comercio mundial y los mercados de exportación de nuestros productos están creciendo a ritmos considerables. Esto y la mejora de competitividad conseguida en el pasado reciente son las bases de la rapidísima expansión de las ventas españolas al resto del mundo en los últimos meses.

La economía española está recibiendo así un considerable estímulo del exterior, que contrasta con la debilidad de la demanda interna. La evolución de las rentas reales disponibles de las familias mantiene estancado el consumo privado, como era previsible; y la inversión privada continúa sin reaccionar, con una situación muy negativa en el sector de la construcción, una caída de la inversión productiva fija en algunos sectores importantes —como energía y transportes— y una evolución incierta en los restantes bienes de capital.

En estas condiciones, la economía española puede registrar una tasa de crecimiento real del PIB, situada en torno al 2,5 % en 1984, atribuible, prácticamente en su totalidad, al impulso del sector exterior y a los efectos de la mejora esperada en las rentas agrícolas. Es claro que esta composición de los estímulos recibidos por la economía del lado de la demanda contiene elementos de preocupación para el próximo futuro, puesto que el sostenimiento de la mejora de la economía dependerá de que se haya registrado alguna reanimación de la demanda interna cuando la demanda exterior comience a perder impulso en los próximos meses.

La espectacular mejora del sector exterior se está traduciendo en un enderezamiento sustancial de la balanza de pagos. El déficit comercial puede reducirse a la mitad entre 1983 y 1984, y el déficit por cuenta corriente, que ascendió a 2.600 millones de dólares el año pasado, puede dejar paso a un superávit cercano a los 1.000 millones de dólares en el año actual —un resultado más favorable que el previsto hace tres meses—.

La tasa de inflación muestra, por su parte, una notoria tendencia a la desaceleración, cuya expresión es el hecho de que aquélla, medida sobre los precios al consumo, ha mostrado un ritmo anual del 8,2 % en los cinco primeros meses del año (10,5 % en el mismo período de 1983). La favorable evolución de los costes de trabajo, el menor efecto inflacionista recibido del sector exterior a través de los tipos de cambio y la atonía de la demanda interna son los principales factores que subyacen a esta mejora en la evolución de los precios.

En el ámbito monetario y financiero, la economía continúa dominada por las necesidades financieras del sector público, determinadas por un déficit que no consigue estabilizarse porque continúan actuando, sin reducir su intensidad, los factores generales que le subyacen y alimentan. Por otra parte, las empresas han recurrido en cuantía importante a la financiación exterior, y, en la medida en que han mejorado su generación interna de fondos en numerosos sectores —especialmente, en los relacionados con la importación—, han tendido a reducir sus pasivos para mejorar sus estructuras financieras y disminuir los costes correspondientes; en consecuencia, la demanda de crédito y financiación del sector privado parece haber sido relativamente débil, sobre todo a partir de marzo.

Las modificaciones en la instrumentación de la política monetaria han hecho de los primeros meses del año una etapa de transición abundante en elementos de incertidumbre. A medida que ésta ha ido disipándose, la administración de tesorería por parte de los bancos se ha ido normalizando, acompañada de una paulatina baja de los tipos de interés en los mercados monetarios. A pesar de estas dificultades, las magnitudes monetarias han evolucionado de acuerdo con los objetivos programados, aunque su impulso ha provenido de los sectores exterior y público, no del sector privado.

2. Panorama internacional

Durante la primera parte de 1984, la economía internacional continuó evolucionando según las mismas pautas marcadas el año 1983, viéndose sometida a parecidos riesgos e incertidumbres.

Los países industriales continuaron inmersos en una fase de recuperación que, en Estados Unidos, tomó caracteres de fuerte expansión. Tras experimentar una tasa real de crecimiento anual del 9,7 % en el primer trimestre del año, la economía americana creció a tasas próximas al 6 % en el segundo. Este crecimiento siguió basándose en fuerzas de origen interno: en particular, la inversión en existencias en los tres primeros meses,

tomando mayor relevancia el consumo y la inversión fija en los siguientes. El sector exterior se caracterizó por el fuerte crecimiento de las importaciones, volviéndose a generar unos déficit *record* en la balanza comercial, que, si bien incidieron negativamente en el crecimiento de la propia economía americana, siguieron proporcionando un impulso importante a la demanda de otros países. A pesar del fuerte ritmo observado en el primer semestre, las elevaciones de tipos de interés que siguen registrándose en este país parecen haber afectado ya al sector de la construcción, y se espera, en general, un descenso en la tasa de crecimiento durante la segunda mitad del año, situándose, para el conjunto del mismo, en torno al 6 %. El avance en el nivel del producto se reflejó en importantes incrementos en el empleo, aunque la tasa de paro, debido al aumento de la población activa, permaneció estancada a un nivel del 7,8 % durante varios meses, para descender hasta el 7,5 % en el mes de mayo. Por último, el avance de los precios, si bien fue más rápido que en el año anterior durante los primeros meses de 1984, se mantuvo en tasas anuales inferiores al 5 %, en términos de precios al consumo, no mostrando tendencia hacia una mayor aceleración.

Las principales economías europeas continuaron situadas en sendas de crecimiento lento, acompañado de políticas monetarias y fiscales de carácter restrictivo. Así, durante el primer trimestre del año, la economía alemana creció a una tasa intertrimestral, elevada a anual, del 2 %, y el Reino Unido lo hizo a una tasa algo inferior al 1 % —si bien dichas tasas habían sido del 5,4 % y del 6,3 %, respectivamente, el último trimestre del año anterior—. Las autoridades de ambos países han fijado en un 3 % el objetivo de crecimiento del producto para el conjunto de 1984. Este objetivo resulta alcanzable, sobre todo en el caso alemán, pero su consecución puede peligrar, debido, entre otros factores, a los efectos de la conflictividad laboral que ha surgido últimamente en ambos países. En Francia, el crecimiento durante el primer trimestre del año también fue débil, situándose en un 1,6 % en tasa anual, sobre el trimestre anterior. En todo caso, a pesar de los factores mencionados, las perspectivas para la inversión en Europa, tal como revelan las encuestas, son favorables, y se espera que éste sea el componente de la demanda que, junto con la demanda exterior, procure un mayor crecimiento en los próximos meses, en ausencia de elevaciones importantes en la renta disponible o descensos adicionales en la tasa de ahorro de las familias, que impulsen el consumo. Las previsiones de crecimiento para el conjunto del año en Europa se sitúan en torno al 2 % —un 2,25 % según la OCDE—, lo que significaría un nuevo incremento del número de desempleados, pudiendo llegar la tasa de paro hasta el 11,0 %.

Respecto a la evolución de los precios, se espera una continuación del proceso de desaceleración, con políticas monetarias orientadas en este sentido.

En cuanto a Japón, con una evolución intermedia en relación a la europea y a la americana, experimentó un crecimiento en el PNB del 7,8 %, en tasa anual, durante el primer trimestre del año, frente a un 0,8 % del trimestre anterior, esperándose una expansión próxima al 5 % para el conjunto de 1984. Este crecimiento tiene su base principal en el sector exterior. La tasa de paro se situó en un 2 % en abril.

En este marco, las incertidumbres que pesan sobre la evolución económica del área de países desarrollados, para lo que resta de 1984 y 1985, se centran en la dirección que tomará la economía americana y en la respuesta de las economías europeas si tiene lugar la desaceleración esperada en Estados Unidos. Como se ha dicho, los tipos de interés, que permanecen muy elevados tanto en términos reales como nominales, pueden estar ya afectando a la demanda interna americana. Además, el fuerte crecimiento registrado en las demandas de crédito, tanto de los consumidores como de las empresas, se añade a las exigencias de financiación generadas por el abundante déficit fiscal, presionando aún más sobre los tipos de interés, como lo revelan las últimas elevaciones del tipo preferencial aplicado por los bancos, que ha pasado del 11 % al 13 % entre marzo y junio, así como las de los tipos controlados más o menos directamente por la Reserva Federal, el interbancario y el de descuento. Al margen del efecto que estos acontecimientos puedan tener sobre la economía americana y de las dudas sobre la

capacidad europea para generar un crecimiento auto-sostenido en ausencia del impulso generado por la demanda exterior de aquel país, los movimientos al alza en los tipos de interés han provocado fuertes protestas por parte de las autoridades económicas de los países en desarrollo con problemas de deuda externa, por los recargos que suponen en el servicio de la misma. En este sentido, son cada vez más insistentes las voces que abogan por una disociación de los pagos de intereses sobre la deuda de los países en desarrollo respecto de la evolución de los tipos de interés americanos y los relacionados con ellos. Esto permitiría a la Reserva Federal continuar con su política monetaria poco acorde con las necesidades de crédito generadas por el déficit del sector público americano, centrada en el empeño de evitar cualquier rebrote inflacionista —aunque no está claro cómo la disociación sugerida para los tipos de interés puede hacerse compatible con el mantenimiento de un flujo adecuado de financiación bancaria hacia los países endeudados—.

Los países en vías de desarrollo, tras unos años en que vieron caer drásticamente sus tasas de crecimiento, empiezan a experimentar ritmos de expansión más cercanos a los ritmos registrados en el pasado. Por lo que al grupo de países exportadores de petróleo se refiere, hay que notar que la demanda de petróleo por parte de los países industriales —sobre todo, Estados Unidos y Japón— y otros países de la zona del Pacífico empezó ya a crecer en el segundo semestre de 1983 y continuó haciéndolo en los primeros meses de 1984, esperándose que siga a lo largo del año. El aumento en las exportaciones de los países productores que se deriva de ello les permitirá financiar un crecimiento

1. Países industriales. Previsiones para 1984 y 1985

	PNB			Deflactor PNB			Desempleo		
	1983	1984	1985	1983	1984	1985	1983	1984	1985
Estados Unidos	3,4	6,0	2,3	4,2	4,0	4,8	9,6	7,5	7,3
Japón	3,0	4,8	3,8	0,7	1,3	2,0	2,6	2,5	2,5
Alemania	1,3	3,0	2,8	3,2	2,8	3,0	8,2	8,0	7,8
Francia (a)	0,7	1,3	1,8	9,7	8,0	6,0	8,4	9,5	10,5
Reino Unido (a)	3,1	2,5	2,3	5,3	5,0	5,0	11,6	11,5	11,3
Italia (a)	-1,2	2,3	2,3	15,3	11,3	8,3	9,7	10,0	10,3
Canadá	3,0	4,5	3,0	5,8	4,3	5,0	11,9	11,3	11,0
Siete grandes países	2,6	4,3	2,8	4,7	4,3	4,5	8,2	7,3	7,3
Resto OCDE	1,6	2,8	2,5	9,1	8,3	7,3	11,6	12,3	12,8
Total OCDE	2,4	4,3	2,8	5,4	5,0	5,0	8,9	8,3	8,3
PRO MEMORIA:									
OCDE Europa	...	...	...	...	...	...	10,5	11,0	11,3

(a) PIB.

Fuente: OCDE.

positivo, aunque débil, de sus importaciones, tras la notable caída registrada en las mismas en 1983.

Los nuevos países industrializados del sudeste asiático, que ya experimentaron un crecimiento importante en 1983, se enfrentan con buenas perspectivas para el presente año. Esta zona se está viendo muy favorecida por la recuperación americana y por el gran incremento en las importaciones que la acompaña, puesto que estos países, a los que habría que añadir Japón, han desplazado a los europeos como principales proveedores de productos manufacturados del mercado americano.

El crecimiento de las exportaciones de los países en desarrollo, derivado de los acontecimientos comentados, se traduce en un mayor flujo de sus compras al exterior, que favorece, sin duda, a los países industriales. En cuanto a los países más endeudados, su capacidad de importación se halla claramente restringida por la evolución de sus exportaciones, y se espera que ambas registren crecimientos significativos en el presente año. No obstante, algunos países latinoamericanos, como México o Argentina, parecen seguir reduciendo considerablemente sus compras en el exterior, situación que tal vez se invierta en el transcurso del año.

Durante 1984, pues, la demanda exterior de los países en desarrollo experimentará un alza significativa, impulsada por la recuperación de los países industriales —sobre todo, Estados Unidos y Japón. Ello, unido a un crecimiento también importante de los intercambios dentro del área desarrollada, que se inició ya en los últimos meses de 1983, hace que el volumen de comercio mundial esté experimentando un fuerte crecimiento durante el presente año y que se prevea que este se repita, con intensidad algo inferior, en 1985.

Esta evolución del comercio internacional se está reflejando en el importante crecimiento que están experimentando los mercados españoles de exportación, y que se espera que sea del 4,5 % en 1984. Este porcentaje es algo inferior al que se prevee para el comercio mundial, un 7 %, debido a que nuestras exportaciones no se dirigen con preferencia hacia las zonas más dinámicas comercialmente en la actualidad, sino que se centran en otras áreas, sobre todo Europa, que están tardando en incorporarse al auge de los intercambios internacionales. El crecimiento de nuestros mercados en 1985 continuará siendo importante, similar al que están registrando en el año actual.

3. Demanda y actividad productiva

El hecho más destacado que presenta la actividad económica en los meses transcurridos de 1984 es el crecimiento intenso y sostenido experimentado por la demanda exterior.

Después de la recuperación registrada por las exportaciones de productos no energéticos en la segunda mitad del año 1983, las tasas de crecimiento en pesetas corrientes que han alcanzado estos productos en los primeros meses de 1984 hacen que, pese a la incertidumbre existente sobre la evolución de sus precios, no haya duda de que las exportaciones de mercancías han registrado ritmos de crecimiento real muy elevados en la primera parte del año actual. Con una previsión moderada de los datos del mes de junio, tasas de crecimiento real en el primer semestre de 1984 del orden del 40 % en términos anuales, en relación con el semestre precedente, y de más del 20 %, con respecto al mismo período del año anterior, son cifras que, pese a su orden de magnitud, están prácticamente garantizadas.

Las exportaciones de productos energéticos continuaron, en los meses transcurridos de 1984, la tónica de fuerte expansión de los últimos años, y como los componentes de servicios —básicamente, el turismo— tuvieron también desarrollos favorables, el crecimiento del conjunto de las exportaciones de bienes y servicios en el primer semestre de 1984 será un factor de un dinamismo excepcional en la evolución de la demanda agregada de la economía.

Las importaciones de productos no energéticos, tras un año de retroceso en términos reales y con un comportamiento muy favorable de sus precios en pesetas, están alcanzando también tasas de variación real positivas en la primera parte de 1984, que han podido ser del orden del 20 %, en términos anuales, con respecto al semestre precedente, y del 6 %, en relación con el primer semestre de 1983.

Las importaciones de energía, por último, se han recuperado ligeramente, durante el período considerado, del fuerte descenso que registraron en la segunda mitad del año 1983, pese a lo cual, las tasas de crecimiento real con respecto al mismo período del año anterior ofrecen valores negativos. Esto hace que, para el conjunto de bienes y servicios, las importaciones en el primer semestre de 1984 tendrán un considerable aumento real en relación con el semestre precedente, y un estancamiento si se las compara con el mismo período del año anterior. En su conjunto, la demanda exterior de la economía habrá sido fuertemente expansiva durante el primer semestre de 1984, y, aun con-

2. Indicadores de demanda de consumo (*)

	Matriculación de automóviles (a)	Consumo de gasolina (a)	Encuestas de opiniones empresariales (b)	
			Cartera de pedidos	Nivel de existencias
1982 (Ø)	5,9	2,6	-34	18
1983 (Ø)	2,7	- 0,8	-41	16
1984 (Ø)	- 3,6	2,6	-39	19
1982				
III TR	2,2	4,7	-40	17
IV TR	46,8	-14,1	-32	15
1983				
I TR	21,9	- 0,2	-36	6
II TR	-30,6	-11,9	-42	17
III TR	11,5	15,1	-42	20
IV TR	- 7,6	- 6,2	-44	19
1984				
I TR	0,9	9,7	-42	18
II TR	-27,0	1,9	-40	20

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

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

Fuente: INE, CAMPSA, MINER.

tando con una moderación importante en su evolución en la segunda parte del año, puede estimarse que su contribución al crecimiento del PIB en el conjunto del año se situará en torno a los 2,5 puntos porcentuales.

La demanda interna, por el contrario, permanece en los bajos niveles registrados en el pasado reciente, y tan sólo el consumo público parece que está teniendo una contribución positiva, aunque modesta, al sostenimiento de la actividad.

El consumo privado continúa mostrando la debilidad conocida en el año anterior, particularmente en el segundo semestre, en el que registró una inflexión a la baja con respecto a la primera mitad del año. Así, esta magnitud entró en 1984 arrastrando una fuerte atonía, sin que existan indicios de que los bajos niveles alcanzados en la segunda mitad del año anterior se hayan superado en los meses transcurridos de 1984. Si se confirmara esta débil evolución en el conjunto del primer semestre, el consumo privado podría llegar a mostrar una tasa negativa para el total del año en curso, ya que no parece probable que los meses futuros puedan propiciar un relanzamiento importante del gasto de las familias. En esta dirección apunta la evolución de las matriculaciones de turismos en los meses transcurridos, y, sobre todo, la estimación más probable de la cuenta de renta disponible de las economías domésticas, que se comenta más adelante.

En cuanto a la formación bruta de capital fijo, su componente cuantitativamente más importante – la inversión en construcción – continúa mostrando la tendencia descendente iniciada en el segundo semestre del año anterior, si bien se ha visto algo suavizada en este primer semestre como consecuencia del importante volumen de obra licitada en diciembre de 1983, y de una evolución algo más sostenida del subsector vivienda, apoyada en la evolución del ritmo de iniciativas en viviendas libres, a lo largo del año anterior. La poca información disponible sobre inversión en construcción no residencial privada apunta a una sensible caída en este subsector. Por lo que se refiere a la evolu-

3. Construcción. Principales indicadores

	Consumo aparente de cemento (*)	Ocupados construcción (*)	Licitación oficial (*)	Viviendas iniciadas	Viviendas terminadas
1982/1981 (Ø)	0,2	- 1,5	34,5	- 9,6	0,9
1983/1982 (Ø)	- 3,3	- 2,9	- 7,0	4,1	- 3,4
1984/1983 (Ø)	-10,3(b)	- 9,2(b)	- 5,2(c)	-17,1(d)	- 3,4(d)
1983 (a)					
I TR	-14,5	- 8,7	-39,2	- 2,6	-46,2
II TR	3,2	13,1	15,1	3,4	111,2
III TR	3,5	- 3,9	-20,6	-52,0	-43,7
IV TR	-20,2	-10,6	178,0	261,8	29,2
1984 (a)					
I TR	-22,5	-30,0	-59,4	-51,9	-41,6

(a) Tasas intertrimestrales elevadas a ritmo anual.

(b) Último dato disponible: marzo.

(c) Último dato disponible: mayo.

(d) Último dato disponible: abril.

Fuente: OFICEMEN, INE, SEOPAN, MOPU.

ción de los indicadores de contratación de nueva obra, cabe destacar una caída de la licitación oficial del 5,2 % en pesetas corrientes, en el período enero-mayo, respecto al mismo período del año anterior, mientras que, en enero-abril, las iniciativas de nuevas viviendas registraron una caída del 17,1 %, que difícilmente resulta extrapolable al conjunto del año, dado el carácter errático de estas series. Son de destacar la falta de pulso que está mostrando la promoción pública en estos primeros meses y los efectos negativos que sobre el ritmo de iniciaciones haya podido tener el considerable retraso con que se ha puesto en marcha el Plan Cuatrienal. Las expectativas existentes para el segundo semestre apuntan a una nueva aceleración en el ritmo de caída del sector, que se espera registre, en el conjunto del año, una evolución más desfavorable que en 1983.

Por otra parte, las inversiones totales de algunos sectores, como el energético y el de transportes, experimentarán reducciones muy importantes en el pre-

sente año, mientras que el conjunto de la inversión pública, que ha sufrido en el primer semestre del año las consecuencias negativas del retraso en la ejecución del presupuesto, permanecerá al mismo nivel que el año anterior en términos reales o crecerá muy moderadamente. En conjunto, no parece probable que la inversión en bienes de equipo pueda ser suficiente para conseguir que la tasa de variación del total de la formación bruta de capital fijo de nuestra economía pueda ofrecer un valor positivo en el total del año.

En conjunto, no hay indicios de que la recuperación que debe de estar experimentando el excedente de explotación de las empresas, propiciado por la mayor contención relativa conseguida este año en la evolución de los costes salariales, se haya traducido en un incremento generalizado de la actividad inversora del sector privado en estos meses transcurridos. Con todo, es muy probable que, en algunos sectores más vinculados a la demanda exterior, se esté registrando un proceso de recuperación de la inversión, y en esta dirección apunta el incremento considerable que reflejan las importaciones de bienes de equipo, con datos hasta mayo.

Es posible que la variación de existencias resulte el componente más dinámico del conjunto de la formación de capital y que, con la aportación de una importante acumulación de existencias de productos agrícolas, llegue a ofrecer una contribución positiva al crecimiento del PIB.

4. Indicadores de producción y actividad (*)

Tasas de crecimiento

	Indice de producción industrial	Consumo energía eléctrica	Consumo aparente de cemento
1982/1981 (∅)	-1,1	2,1	0,3
1983/1982 (∅)	2,6	4,1	-3,3
1984/1983 (∅)	3,4 (b)	6,2 (d)	-10,3 (c)
1982 (a)			
III TR	0,7	6,6	36,1
IV TR	-1,4	-1,4	-16,3
1983 (a)			
I TR	9,1	10,2	-14,5
II TR	4,2	5,4	3,2
III TR	-2,2	-0,2	3,5
IV TR	1,6	-2,3	-20,1
1984 (a)			
I TR	11,3 (b)	28,9	-22,5
II TR	...	11,3 (d)	...

(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a ritmo anual.

(b) Ultimo mes disponible: febrero.

(c) Ultimo mes disponible: marzo.

(d) Ultimo mes disponible: Mayo.

Fuente: INE, UNESA, OFICEMEN.

Esta última posibilidad se confirmaría desde el lado de la oferta en lo que respecta a la producción prevista del sector primario, que, en su conjunto, se espera alcance buenos resultados. No obstante, las favorables expectativas que sobre la evolución de la producción agrícola se levantaron en los primeros meses del año, a causa de unos factores climáticos excepcionales, se han visto suavizadas con posterioridad, pues la prolongación anormal del régimen de lluvias ha provocado, en algunas zonas del país, la saturación de los suelos, ya notablemente húmedos. No obstante, se observa un importante incremento en los rendimientos por hectárea en casi todos los productos, lo que, dado el nivel de superficie sembrada, permite prever un crecimiento todavía elevado de la producción agrícola. La producción ganadera parece, por el contrario, estancada, mientras que en la producción pesquera se aprecia un fuerte incremento, durante los dos primeros meses del año, en los desembarcos de pescado congelado, y un retroceso equivalente de las capturas de pescado fresco, siendo el volumen total prácticamente igual al del pasado año.

En conjunto, se estima que, a lo largo del año, la producción del sector primario se incrementará entre un 3 y un 4 %, apoyándose básicamente en la evolución del subsector agrícola.

En cuanto a la producción industrial, las estadísticas disponibles siguen sufriendo retrasos importantes. En el momento de redactar este informe, el índice de pro-

5. Producción industrial: componentes (*)

Tasas de crecimiento

	Indice general (c)	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes intermedios
1982/81 (∅)	-1,1	0,0	- 7,9	-0,5
1983/82 (∅)	2,6	6,1	- 5,1	1,6
1984/83 (∅)	3,4 (b)	0,2 (b)	- 2,4 (b)	6,4 (b)
1982 (a)				
III TR	0,7	-4,2	-28,8	5,3
IV TR	-1,4	-0,3	43,0	-2,6
1983 (a)				
I TR	9,1	27,6	0,5	4,7
II TR	4,2	6,8	-10,7	3,9
III TR	-2,2	-7,8	-24,9	-7,4
IV TR	1,6	0,9	12,3	10,5
1984 (a)				
I TR	11,3 (b)	-4,3 (b)	4,1 (b)	27,0 (b)

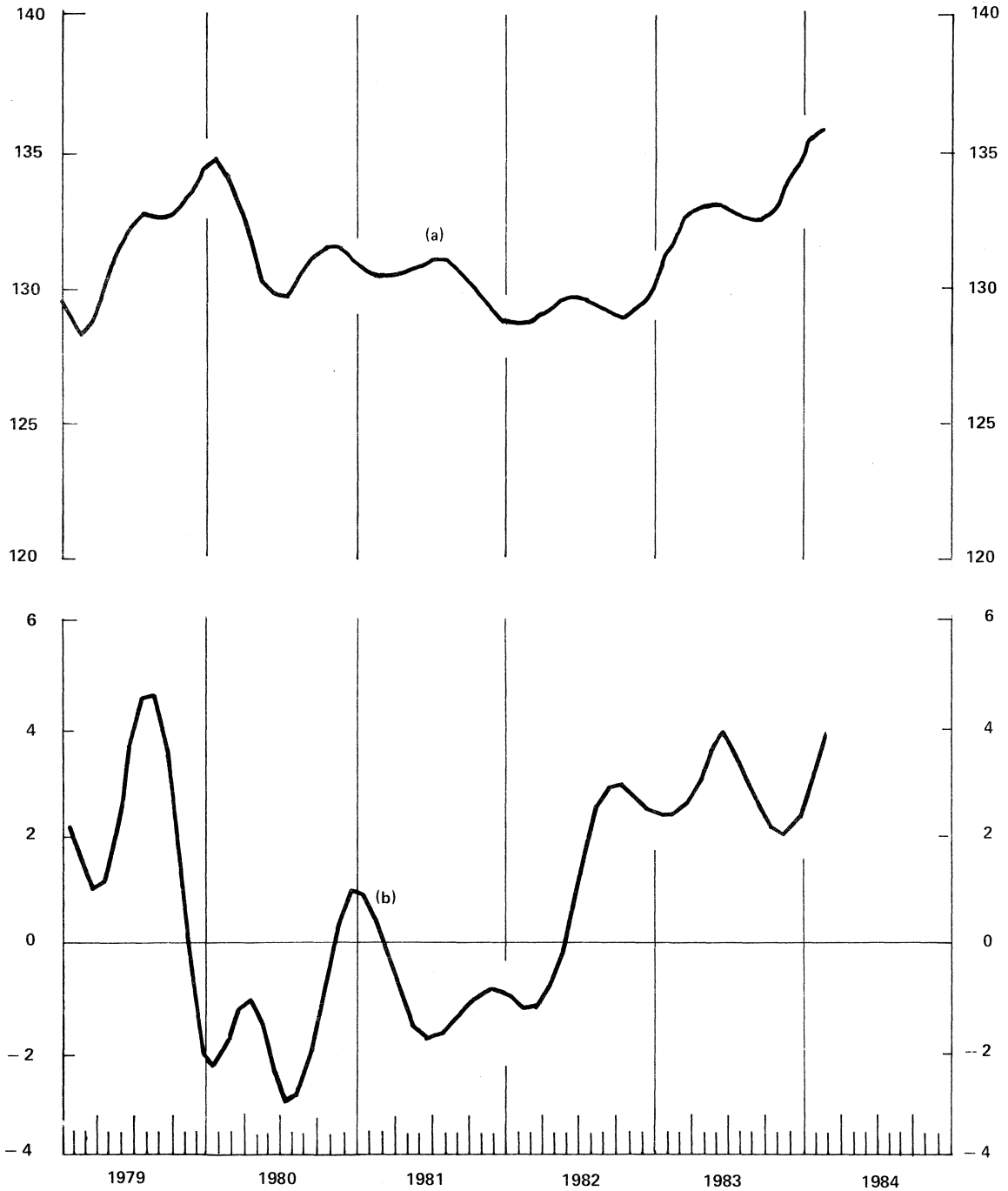
(a) Tasas intertrimestrales, elevadas a tasa anual.

(b) Ultimo mes disponible: febrero.

(c) El índice general se ha desestacionalizado con una metodología distinta del X-11.

Fuente: INE.

1. Índice de producción industrial: tendencias y tasas de crecimiento



(a). Tendencia estimada por el método X-11 con análisis de intervención.

(b). Tasa T_{12}^1 de la serie (a).

Los datos del TPI desde marzo 1984 en adelante son predicciones univariantes.

ducción industrial solamente está disponible hasta los datos de avance de febrero. Los dos primeros meses del año muestran un ritmo de actividad sostenido y creciendo a una tasa de 3,4 % sobre el mismo período del año anterior. De la encuesta de coyuntura industrial del Ministerio de Industria y Energía, se dispone de datos hasta abril. El nivel de producción industrial declarado por los empresarios para marzo se sitúa claramente por debajo del alcanzado en el mismo mes del año anterior, que fue excepcionalmente elevado, mientras que abril permanece al mismo nivel que en 1983. En consecuencia, las predicciones del índice de producción industrial que pueden establecerse sobre estos datos conducen a tasas de crecimiento, para los cuatro primeros meses del año, inferiores a las registradas por las cifras ya conocidas de enero y febrero. Sin embargo, hay evidencia de que un indicador de consumo de energía eléctrica para usos industriales, actualmente en elaboración, ofrece unos primeros resultados de signo opuesto al mencionado, con tasas de variación crecientes, a medida que ha avanzado el año.

En lo que respecta al valor añadido de la construcción, en línea con lo apuntado desde el lado de la demanda, los pocos indicadores de actividad disponibles continúan mostrando una evolución negativa. Así, el consumo aparente de cemento sufre, en los meses de enero a marzo, una importante caída sobre el mismo período del año anterior, mientras que los ocupados en el sector, con datos desestacionalizados y corregidos del efecto inducido por el empleo comunitario, que se comenta más adelante, muestra una nueva caída en el primer trimestre, del orden del 2,6 % con respecto al mismo período del año anterior, y del 1,9 % sobre el trimestre precedente. Como ya se ha comentado, los indicadores de contratación de nueva obra han registrado una evolución marcadamente negativa en el primer trimestre, y, si bien cabe esperar cierta recuperación del ritmo de iniciaciones en los próximos trimestres, las expectativas que existen respecto a la evolución de la licitación para el conjunto del año son marcadamente pesimistas.

Tanto la evolución actual de la actividad del sector como el nivel que previsiblemente alcanzará a lo largo del año son claramente desfavorables, y cabe esperar un deterioro de la tasa negativa registrada en el año anterior.

Es sobradamente conocida la escasez y retraso de la información sobre el sector servicios. No parece factible aventurar desde ahora si la aceleración del proceso de ajuste a la baja operada este año en las rentas salariales tendrá o no un efecto significativo sobre algunas líneas de gasto que incidan sobre las ramas de actividad que integran este sector. Como datos más relevan-

tes, dentro de la escasez de información reseñada, se podría apuntar un moderado crecimiento de la actividad hotelera y turística, en línea con el mayor impulso recibido del exterior por otras ramas, así como en el transporte interior de mercancías, mientras que, por el contrario, el movimiento de pasajeros muestra síntomas de mayor debilidad. Cabe esperar, en resumen, que el tipo de actividad económica descrita en las páginas precedentes será compatible con unas tasas de variación, en términos reales, para el conjunto del sector, sensiblemente parecidas a las estimadas en años anteriores.

4. Empleo

La variación del empleo (1) que arroja la EPA del primer trimestre del año en curso (ver gráfico 2 y cuadro 6) no permite apreciar cuál ha sido el comportamiento de la ocupación durante ese período, debido a que los trabajadores que antes estaban acogidos a los Fondos de Empleo Comunitario, que se consideraban ocupados estrictos, dado que trabajaban más de un tercio de las jornadas normales, ahora se contabilizan entre los parados, al haber pasado a ser beneficiarios del Régimen Especial Agrario de la Seguridad Social. La EPA da para el primer trimestre del año una caída del empleo total de la economía de 217.000 personas, pero del orden de 80.000 a 100.000 pueden deberse a este fenómeno.

En efecto, por una parte, el empleo de Andalucía y Extremadura, regiones a las que pertenecen los trabajadores eventuales agrarios afectados, se ha reducido durante este período en 107.700 personas, y, por otra, los asalariados del sector público –grupo en el que deberían estar incluidos los trabajadores acogidos al empleo comunitario– lo han hecho en 100.400. Esta sería la cantidad máxima en la que se habría reducido el empleo a causa del problema estadístico mencionado; pero hay que considerar que en Andalucía y Extremadura, como ha ocurrido con las demás regiones, también se habrá producido una caída normal del empleo y que la reducción de los asalariados públicos en algunos sectores, como el de transportes y comunicaciones, es difícilmente imputable al cambio de criterio estadístico. Hay que concluir, pues, que el trasvase estadístico de ocupados a parados se situará entre las 80.000 y las 100.000 personas, lo que daría como resultado un descenso efectivo de la ocupación en el primer trimestre, situado entre 120.000 y 140.000 personas, cifra ligeramente superior a la del año anterior.

(1) En el *Boletín Económico* del mes de mayo, se analizó con detalle la evolución del empleo en el primer trimestre, por lo que aquí sólo se recoge un breve resumen de la misma.

6. Variaciones del empleo

Miles de personas, %

	Cifras absol- utas I TR 1984	Variaciones						Porcentaje de crecimiento sobre mismo trimestre año anterior		
		Sobre trimestre anterior			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

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

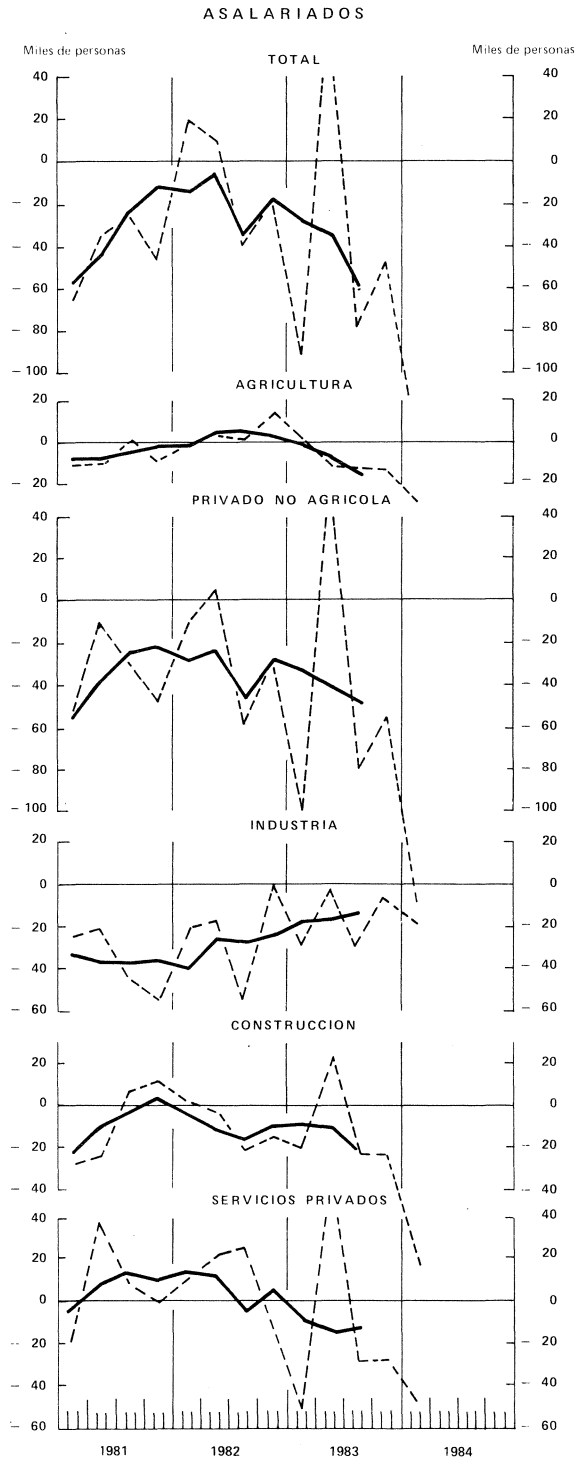
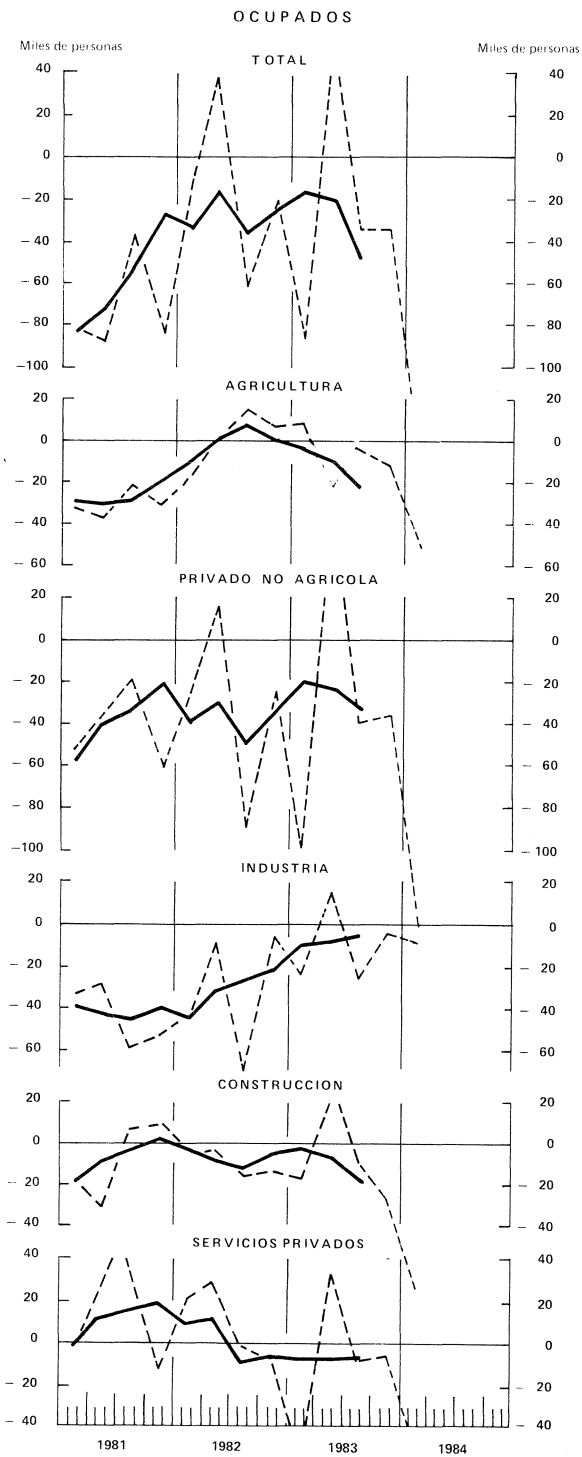
a) Si consideramos el empleo total de la economía, exceptuando Andalucía y Extremadura, puede detectarse una ligera tendencia a la desaceleración de la pérdida de puestos de trabajo, que en el primer trimestre del año en curso no parece haberse roto significativamente. Sin embargo, si consideramos la ocupación privada, esto es, los ocupados totales menos los asalariados del sector público, la pérdida de puestos de trabajo no parece haberse desacelerado, 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 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 en su totalidad, 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, realmente lo habrá hecho entre 56.000 y

2. Evolución del empleo

(Variaciones en miles de personas)



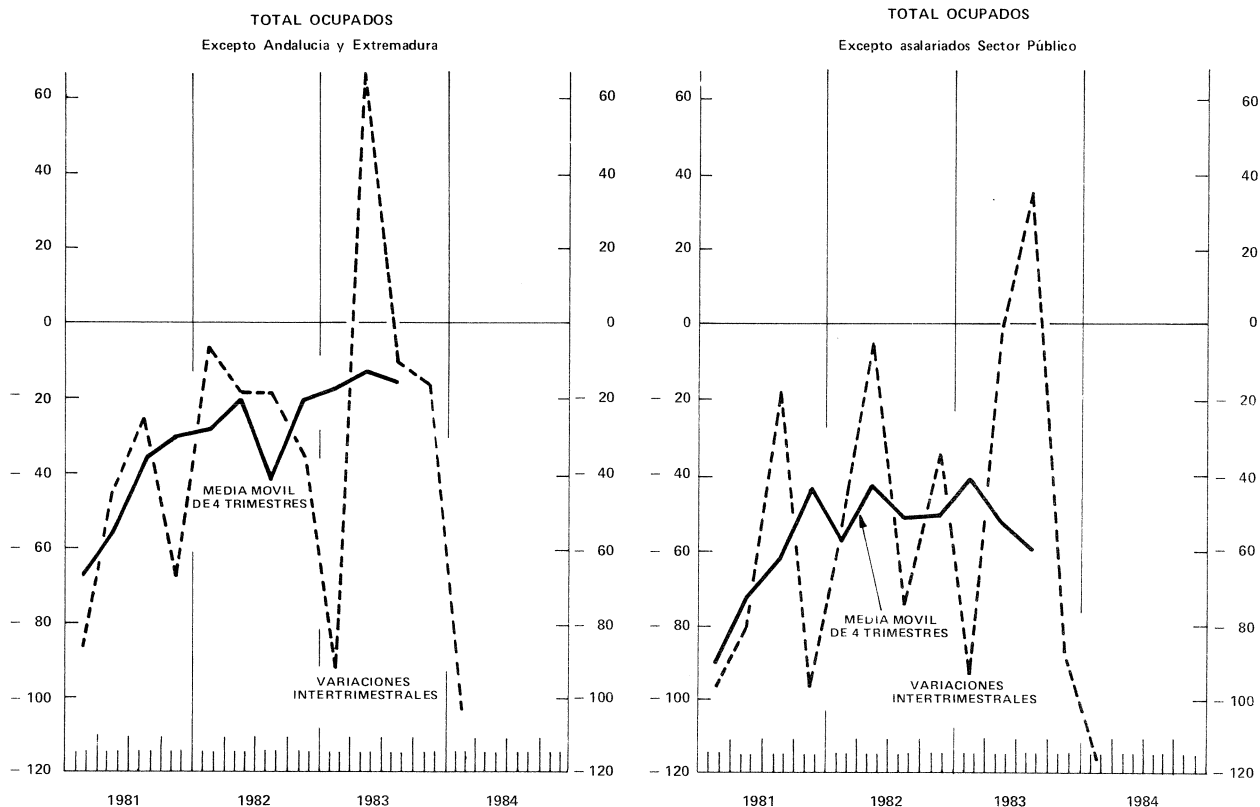
Fuente: I.N.E.

— MEDIA MOVIL DE CUATRO TÍMESTRES

- - - SERIE DESESTACIONALIZADA

3. Evolución del empleo

(Variaciones en miles de personas)



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.

5. Precios, costes y rentas

El índice de precios de consumo ha registrado una desaceleración significativa durante los cinco primeros meses de 1984, que parece romper la fuerte resistencia a la baja que las elevadas tasas de inflación venían mostrando durante los últimos años en la economía española. El crecimiento acumulado en el período enero-mayo de 1984 por el índice de precios al consumo, calculado sobre series desestacionalizadas, y

elevado anual, fue de un 8,2 %, frente al 10,5 % registrado en el mismo período del año anterior. A esta importante desaceleración ha contribuido el moderado crecimiento registrado durante el mes de abril en todos los componentes del IPC, con la única excepción de los precios de los productos energéticos, que se han visto afectados por el impacto de la elevación de las tarifas eléctricas.

La desaceleración experimentada por el índice general responde tanto al comportamiento del componente alimenticio, que ha registrado un crecimiento acumulado en el período enero-mayo de 1984, calculado sobre series desestacionalizadas y elevado a tasa anual, del 8,6 % frente a 10,9 % experimentado durante los cinco primeros meses del año anterior, como al comportamiento del componente no alimenticio que ha pasado de una tasa anual de crecimiento acumulado, sobre series desestacionalizadas, del 10,3 % en el período enero-mayo de 1983 a una tasa del 8,0 % en el

7. Índice de precios de consumo

	General (100 %)	Alimentos (40,5 %)	No alimenticios (59,5 %)	Industriales (31,28 %)	Industriales no energéticos (25,96 %)	Energía (5,32 %)	Servicios (28,20 %)
1981 (Ø)	14,6	13,6	15,1	15,6	12,3	32,4	14,4
1982 (Ø)	14,4	15,0	14,1	12,6	13,1	10,6	15,7
1983 (Ø)	12,2	10,7	13,0	13,4	12,7	16,1	12,6
1984 (Ø) (b)	11,7	12,4	11,3	11,1	11,4	9,9	11,6
1982							
I TR	15,2	16,4	14,6	11,2	13,3	16,7	18,6
II TR	15,6	18,3	14,2	12,8	15,1	2,2	13,2
III TR	12,7	13,5	12,2	11,2	13,6	0,5	13,6
IV TR	11,4	6,0	14,4	16,7	12,4	22,8	12,3
1983							
I TR	13,1	11,3	14,2	15,0	11,8	49,8	13,3
II TR	10,7	11,2	10,4	11,0	13,2	0,2	9,3
III TR	9,2	4,2	12,1	11,1	13,2	0,0	13,2
IV TR	17,0	22,2	14,3	13,9	11,2	13,7	15,4
1984							
I TR	10,7	14,6	8,6	8,7	9,1	25,0	8,5
II TR (b)	9,6	11,3	8,7	7,4	8,5	16,6	9,3

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

(b) Último dato disponible: abril 1984.

Fuente: INE.

mismo período de 1984. En el conjunto de los precios de los alimentos, existen diferencias significativas en la evolución de los componentes de alimentos sin elaborar y alimentos elaborados. En el primero de ellos es en el que se localiza la desaceleración más intensa, quebrándose así la fuerte tendencia alcista aparecida en el segundo semestre de 1983. Durante los cuatro primeros meses de 1984 —para esta desagregación, en el momento de redactar esta nota, sólo existen datos hasta el mes de abril—, la tasa anual de crecimiento acumulado por la serie desestacionalizada del componente de los alimentos sin elaborar fue tan sólo del 5,8 % frente al 15,2 % registrado en el mismo período del año anterior. Este comportamiento es el reflejo de la mayor moderación en la fijación de los precios regulados por la campaña 1984-1985, que estableció un crecimiento medio ponderado del 6,6 %, y del favorable impacto sobre los precios de algunos productos de la utilización de las reservas del FORPPA y de las importaciones orientadas al control de los precios interiores. El moderado crecimiento de los precios de las carnes y de las frutas, que durante el año anterior habían registrado fuertes elevaciones, ha sido el factor más destacado de la desaceleración registrada por este componente. En contraste, el precio de la patata ha seguido mostrando tendencias muy alcistas. En general, la moderación del componente del IPC de los alimentos sin elaborar guarda un paralelismo estrecho con el comporta-

8. Otros indicadores de precios

	Índice de Precios Industriales (a)				Índice de precios percibidos por los agricultores (b)
	General	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes de intermedios	
1981 (Ø)	15,6	11,0	14,2	19,4	5,0
1982 (Ø)	12,4	12,4	12,7	12,4	15,7
1983 (Ø)	14,0	12,8	13,1	15,0	9,0
1984 (Ø)	13,6 (c)	12,2 (c)	11,6 (c)	15,0 (c)	12,7(d)
1982					
I TR	11,4	12,2	12,7	9,9	15,5
II TR	10,3	12,2	13,2	8,4	35,9
III TR	8,7	11,2	10,8	6,6	8,0
IV TR	15,0	12,8	12,6	18,0	6,0
1983					
I TR	19,0	13,9	17,4	22,0	0,1
II TR	11,1	13,4	11,8	9,5	-1,6
III TR	12,3	13,0	10,5	12,2	13,6
IV TR	18,2	10,9	11,8	25,8	67,8
1984					
I TR	16,9	11,3	12,6	21,6	12,9
II TR	...	...	...	...	10,1

(a) Último dato disponible: febrero.

(b) Último dato disponible: abril.

(c) Enero-febrero de 1984 sobre enero-febrero de 1983.

(d) Enero-abril de 1984 sobre enero-abril de 1983.

Fuente: INE y Ministerio de Agricultura.

miento del índice de precios percibidos por los agricultores, que muestra, en los primeros meses de 1984, una fuerte desaceleración de las altas tasas de crecimiento experimentadas en el segundo semestre de 1983.

En cambio, el componente de los alimentos elaborados no participa de la tendencia general a la reducción en las tasas de crecimiento, debido, principalmente, al comportamiento de los precios de los preparados de pescado, conservas y tabaco rubio, registrando un crecimiento acumulado elevado anual del 12,2 % (sobre la serie desestacionalizada), que es superior a la tasa del 11,7 experimentada durante el mismo período del año anterior. Con este comportamiento, además, se rompe la similitud que la evolución de este componente venía mostrando con la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos recogidos en el IPC.

En efecto, el componente de los precios de los productos industriales no energéticos, que en el último año venía registrando unas tasas de variación persistentemente superiores a las del índice general, durante el período de los cuatro primeros meses de 1984 ha experimentado una significativa desaceleración, registrando una tasa anual de crecimiento acumulado por la serie desestacionalizada del 8,1 %, frente al 12 % correspondiente al mismo período del año anterior. El índice de precios industriales ha experimentado también, durante los dos únicos meses de 1984 de los que se posee información, una desaceleración significativa, pasando de un crecimiento acumulado en el período enero-febrero de 1983, elevado a tasa anual, del 13,3 %, a un crecimiento anual acumulado del 10,9 % en el mismo período de 1984, siendo el componente de los precios de los productos intermedios, que durante el año anterior había registrado las tasas de crecimiento más elevadas, el que ha experimentado la desaceleración más intensa.

Por último, el componente de los servicios del IPC registra un comportamiento muy similar al de los pro-

ductos industriales no energéticos, pasando de una tasa anual de crecimiento acumulado durante los cuatro primeros meses de 1983 del 10,6 % a una tasa de, 6,8 % en 1984, que, si bien en buena medida refleja la moderación del componente de vivienda, es también el resultado de una significativa desaceleración del precio del resto de los servicios incluidos en el PIC. Estos reducen su tasa de crecimiento acumulado elevado anual desde el 15,2 % en el período enero-abril de 1983, hasta el 10,1 % en el mismo período del presente año.

Debe, por lo tanto, subrayarse que, a diferencia de lo ocurrido durante la primera parte de 1983, cuando la desaceleración del índice global fue atribuible casi exclusivamente a la moderación de los precios de los alimentos sin elaborar —moderación que posteriormente se vio interrumpida en la segunda parte del año—, durante la parte transcurrida de 1984, la favorable evolución del índice general se corresponde con una significativa desaceleración de las tasas de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que ha acompañado a la desaceleración de los alimentos sin elaborar. Esta importante diferencia refleja básicamente una mejora en las condiciones de costes que inciden en la formación de precios, por lo que cabe esperar una consolidación de la tendencia a la baja del ritmo de inflación experimentada en los primeros meses del año.

Los diferenciales de inflación frente a la OCDE y a la CEE, medidos en términos de precios de consumo, se mantienen estabilizados hasta el mes de marzo, último mes para el que se dispone de datos respecto a los correspondientes conjuntos de países. Sin embargo, tanto la favorable evolución del IPC en España durante el mes de abril como las tendencias a la moderación más arriba señaladas permiten esperar, a partir de ese mes, una reducción en la magnitud de dichos diferenciales.

9. Índice de precios de consumo: España y OCDE

Tasas de crecimiento

	Tasas anuales		Doce meses que acaban en MAR de 1984	Seis meses que acaban en MAR de 1984	Tasas mensuales			
	1982	1983			DIC	ENE	FEB	MAR
	España	14,4	12,2	12,1	13,9	1,6	1,4	0,4	0,9
Total OCDE (a)	7,8	5,3	5,8	5,3	0,3	0,6	0,5	0,4
OCDE - Europa (a)	10,5	8,2	8,1	8,0	0,5	0,8	0,6	0,6
CEE (a)	9,8	7,3	6,9	6,3	0,3	0,6	0,6	0,5

(a) Las ponderaciones por países empleadas en los índices totales se han efectuado en base al consumo privado y los tipos de cambios del año precedente.

Fuente: INE y OCDE.

La evolución de los costes de producción durante 1984 se ha visto favorablemente afectada por las orientaciones de política salarial formuladas por el Gobierno. Para este año, el Gobierno había establecido un objetivo de crecimiento de los salarios, incluyendo los procesos de deslizamiento, del 6,5 %, que implicaba una sustancial desaceleración de los salarios nominales y una moderada reducción de los salarios reales, coherente con los objetivos de desaceleración de la inflación y de generación de empleo. Se trataba de una orientación de la política salarial que, por primera vez en los últimos años, tenía un contenido efectivamente moderador del crecimiento de los salarios. La instrumentación de esta política salarial descansaba en la fijación de salarios en el sector público, mediante una aplicación estricta de estos criterios, y en el establecimiento de un acuerdo marco entre las fuerzas sociales que permitiese la aplicación de los objetivos del Gobierno en la fijación de los salarios pactados en los convenios colectivos.

Sin embargo, la negociación entre las fuerzas sociales no cristalizó en un acuerdo marco. De esta forma, la negociación colectiva de 1984 está transcurriendo, por primera vez desde 1977, sin la existencia de topes o bandas establecidas con carácter general para toda la economía, recayendo el principal peso de la aplicación de la política salarial sobre la fijación de los salarios en el sector público, que ha estado actuando como referencia de moderación salarial para el sector privado.

10. Indicadores salariales (Ø) (a)

	Ganancia media por hora	Ganancia media por persona	Salarios pactados en convenios	Jornales agrícolas	Coste salarial en la construcción
1981 (Ø)	19,0	15,4	13,2	11,9	15,1
1982 (Ø)	15,4	14,0	11,9	9,3	13,4
1983 (Ø)	14,9	13,5	11,6	9,0	12,3
1984 (Ø)	13,4 (b)	13,3 (b)	8,0 (c)	11,7 (d)	7,5 (e)
1983					
I TR	12,0	11,2	11,5	6,7	12,8
II TR	14,1	13,6	11,6	6,8	12,3
III TR	19,4	16,0	10,9	10,5	11,6
IV TR	15,5	13,6	11,5	11,8	11,5
1984					
I TR	13,4 (b)	13,3 (b)	8,3	11,7	8,7 (c)
II TR	...	...	7,6 (c)	...	...

(a) Las tasas de variación trimestrales están calculadas sobre el mismo trimestre del año anterior.

(b) Último dato disponible: media móvil enero, febrero y marzo.

(c) Último dato disponible: mayo.

(d) Último dato disponible: marzo.

(e) Último dato disponible: febrero.

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

Los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos cuyos efectos económicos tienen lugar a lo largo de 1984 alcanzaban, a finales del mes de mayo, un valor medio del 7,8 %, cifra que indica un crecimiento superior al registrado en el sector público y un desbordamiento de las orientaciones de la política salarial. A pesar de ello, este crecimiento representa una desaceleración de los salarios pactados en los convenios colectivos, cercana a los 4 puntos, respecto al incremento medio del 11,6 % registrado el año anterior. Hay que destacar, además, que el incremento salarial medio de los convenios colectivos de las empresas públicas fue de un 6,2 %, y, por lo tanto, más de un punto y medio inferior al registrado en las empresas del sector privado. Sin embargo, como aspectos desfavorables desde el punto de vista de la moderación de las tarifas salariales, hay que destacar la gran incidencia de las cláusulas de revisión automática introducidas en los convenios que afectan al 64,6 % de trabajadores, y una reducción de la jornada media pactada en el conjunto de los convenios colectivos del 1,1 % respecto al año anterior.

El retraso habitual con que se publican los datos de la Encuesta de Salarios y las fuertes anomalías que estas series han registrado durante el año anterior dificultan el conocimiento de la repercusión en la evolución de los salarios pactados en convenios colectivos sobre las ganancias medias de los trabajadores. El índice de ganancias medias por persona experimentó, durante el primer trimestre de 1984, un incremento del 13,3 % respecto al mismo período del año anterior, y del 6,4 %, en términos de tasa anual a partir de la serie desestacionalizada, sobre el cuarto trimestre de 1983. Por su parte, el índice de ganancias medias por hora trabajada ha registrado una desaceleración más intensa, experimentando un descenso del 3,6 % respecto al último trimestre de 1983, en tasa elevada a anual de la serie desestacionalizada. Sin embargo, el anómalo perfil intraanual de estas series durante 1983, unido al considerable retraso de la negociación colectiva durante 1984, impide la cuantificación rigurosa de la desaceleración de las ganancias salariales y de la magnitud relativa de los deslizamientos salariales en los primeros meses de 1984.

Los salarios agrícolas han crecido durante el primer trimestre de 1984 un 11,7 % sobre el mismo trimestre de 1983, y a una tasa anual del 9,3 % respecto al trimestre anterior, según la serie desestacionalizada. Por último, el índice de coste laboral en la construcción, elaborado por SEOPAN, muestra también una significativa desaceleración. Durante el período enero-febrero de 1984, el índice creció a una tasa del 8,7 %, respecto al mismo período del año anterior, y a una tasa elevada

anual sobre el trimestre precedente, a partir de datos desestacionalizados, del 2,8 %.

En cualquier caso, la desaceleración registrada por todos los indicadores salariales en relación a la evolución de los precios apunta, por primera vez en los últimos años, a una reducción del coste laboral real. Por otra parte, las ganancias en productividad que se derivan tanto del comportamiento del nivel de actividad como de la evolución del empleo determinan una importante desaceleración de los costes unitarios del trabajo para el conjunto de la economía española. En 1983, habían mostrado una considerable rigidez a la baja, experimentando un crecimiento estimado en torno al 10 %, mientras que las previsiones para 1984 permiten situar el crecimiento esperado de los costes unitarios del trabajo alrededor del 6 %.

Así, la desaceleración de los costes del trabajo, junto a la evolución favorable de los precios de importación, cuyo crecimiento esperado para 1984 es de un 6 %, frente al 24,5 % registrado en 1983, establece unas bases sólidas para el mantenimiento, a lo largo del año, de las tendencias a la desaceleración de la inflación que se han manifestado en los primeros meses de 1984. Tanto el análisis por componentes del IPC como el del proceso de formación de precios por el lado de los costes parecen indicar que la desaceleración de la inflación experimentada en la primera parte del año no es un episodio pasajero, sino que responde a un ajuste significativo de los costes de producción, cuya resistencia a la baja había constituido, en los últimos años, un importante factor de inercia de las tensiones inflacionistas interiores.

Desde el punto de vista de la generación de rentas, tanto la desaceleración de las ganancias salariales como el comportamiento esperado del empleo asalariado permiten prever una desaceleración en el crecimiento monetario de la remuneración de los asalariados, que puede pasar del 11,7 % estimado en 1983 a un crecimiento situado entre el 7 % y el 8 % en 1984, lo que implica una nueva caída de la participación de la remuneración de los asalariados en la renta nacional. Por su parte, la caída esperada del coste laboral real y el posible mantenimiento en 1984 de la tendencia al aumento del empleo no asalariado observada en 1983, permiten esperar una recuperación del excedente de explotación y un crecimiento de las rentas de la propiedad y de la empresa, en torno al 15 %. Estos datos, unidos a las previsiones sobre la acción redistributiva del sector público, apuntan a un ligero descenso de la renta real disponible de las familias durante el año 1984, de forma que sólo mediante un nuevo descenso en la tasa de ahorro es posible esperar un crecimiento muy moderado del consumo privado en términos reales.

6. La balanza de pagos por cuenta corriente

En los cinco primeros meses del año 1984, la balanza de pagos por cuenta corriente, según datos del registro de caja, registró un déficit de 380,8 millones de dólares, frente a otro de 2.691,1 millones en el mismo período del año anterior. Esta reducción tan fuerte en el desequilibrio de los movimientos con el exterior por operaciones corrientes se concentró, prácticamente, en la balanza comercial, ya que el superávit conjunto por servicios y transferencias fue similar en los dos períodos comparados. La balanza de servicios aumentó su superávit, en los cinco meses para los que se dispone de información, en 302,1 millones de dólares, debido a la mejora registrada en las operaciones de turismo y viajes, cuyos ingresos se incrementaron, en dólares, un 8 %, en relación con los mismos meses del año precedente, confirmando así las previsiones que vienen haciéndose sobre un buen año turístico; las rentas de inversión, por su parte, ofrecieron saldos negativos muy similares, con mejora en lo que se refiere a las operaciones de carácter privado y empeoramiento en las de carácter público. La reducción del saldo positivo de la balanza de transferencias ha sido continua a lo largo de los últimos meses. Este proceso se ha detenido en el mes de mayo, mes en el que, en relación con mayo de 1983, se ha producido en el saldo una mejora de 23 millones de dólares.

Los ingresos por mercancías, continuando con los datos del registro de caja y haciendo comparaciones con respecto al mismo período del año anterior, aumentaron, en dólares, un 17,4 %, tasa inferior a la que hasta la misma fecha mostraron las exportaciones de mercancías según la Dirección General de Aduanas: 26,5 %. Las importaciones, según caja, se redujeron, en

11. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta corriente

Saldos en millones de dólares USA

	ENE-MAY	
	1983	1984
Mercancías	-4.109,0	-1.985,7
Servicios	928,9	1.231,0
<i>Turismo y viajes</i>	1.896,2	2.115,9
<i>Rentas de inversión</i>	- 886,4	- 883,2
<i>Otros servicios</i>	- 80,9	- 1,7
Transferencias	489,0	373,9
Balanza corriente	-2.691,1	- 380,8

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

dólares, un 6,2 %, tasa que sí concuerda con la de los datos de aduanas, que disminuyeron un 5,1 %. En cualquier caso, como se ha repetido en numerosas ocasiones, no es fácil sacar conclusiones de la comparación de las cifras de caja y de aduanas, por los criterios contables tan diferentes con los que se elaboran ambas estadísticas y los problemas específicos que aparecen en algunos conceptos determinados (comercio de productos energéticos, por ejemplo). Lo que sí resulta evidente en el análisis del período que nos ocupa es el fortísimo descenso registrado en el déficit comercial, debido, especialmente, a un dinamismo en la exportación de mercancías muy superior al que en cualquier momento se pudo prever.

El análisis de la exportación en los cinco primeros meses del año 1984, pasando ya a utilizar cifras de aduanas que permiten un estudio desagregado por grupos de productos y áreas geográficas, muestra, como característica fundamental, la generalidad de su dinamismo en los distintos grupos de bienes y zonas consideradas. Exceptuando las ventas de material de transporte ferroviario, tan poco importantes, y de material de transporte marítimo, todos los grupos de bienes que aparecen recogidos en el cuadro adjunto registraron, durante el período, tasas de crecimiento en pesetas fuertemente positivas, que se reflejan en un au-

mento conjunto del 45,7 %. Como el valor unitario de las exportaciones entre los dos períodos de referencia debió de incrementarse en torno a un 14 %, quiere esto decir que el crecimiento real de los distintos grupos de exportación está siendo considerable y, en algunos de ellos, imprevisible. Una hipótesis moderada sobre el dato del mes de junio hace que, como se indicó en un apartado anterior, una tasa de crecimiento real en las exportaciones de mercancías del orden del 20 %, entre el primer semestre de 1984 y el mismo semestre de 1983, esté prácticamente asegurada.

Sólo las exportaciones a los países del grupo llamado «otros de América» (que incluye todos los del continente, salvo los que pertenecen a la OCDE o a la OPEP) continúan retrocediendo fuertemente. La baja tasa de crecimiento de las exportaciones a la OPEP es engañosa, pues se debe a la alta cifra que en mayo de 1983 se registró en la exportación de productos intermedios y al descenso que viene produciéndose en la exportación de productos energéticos a esta zona. Hasta abril, con objeto de evitar dicho mes en la comparación, el crecimiento en pesetas fue del 23,0 %, inferior al de otras zonas, pero que muestra los síntomas de recuperación que están produciéndose en la exportación de algunos productos no energéticos a estos países.

12. El comercio exterior en el período enero-mayo de 1984

Análisis por grupos de productos

m.m.

	Exportaciones			Importaciones		
	ENE-MAY 1983	ENE-MAY 1984	% incremento	ENE-MAY 1983	ENE-MAY 1984	% incremento
Productos animales, vegetales y grasas	128,8	186,4	44,8	63,0	78,7	25,0
Productos de la industria alimenticia	56,9	85,5	50,4	39,6	54,6	37,8
Materias primas no energéticas para la agricultura	10,7	12,9	21,0	104,6	106,5	1,9
Productos energéticos	82,6	143,4	73,6	719,0	701,4	- 2,4
Otras materias primas y productos intermedios	393,3	582,0	48,0	392,2	497,1	26,7
Bienes de consumo no duradero	91,7	130,8	42,7	33,7	34,7	3,1
Automóviles	85,8	125,1	45,9	27,8	17,8	-36,1
Otros bienes de consumo duradero	21,5	28,5	32,7	38,0	42,9	13,1
Bienes de equipo	204,8	264,9	29,3	308,3	367,6	19,2
<i>Maquinaria</i>	112,2	155,5	38,6	253,8	292,0	15,1
<i>Transporte ferroviario</i>	1,6	1,5	-7,0	2,0	0,8	-61,9
<i>Transporte aéreo</i>	9,2	14,5	56,9	9,6	12,4	29,2
<i>Transporte marítimo</i>	37,1	40,2	8,2	0,9	2,4	147,6
<i>Transporte terrestre</i>	44,7	53,2	19,2	42,0	60,1	43,0
Otros productos	1,8	11,0	510,5	2,6	2,2	-13,2
Total	1.077,8	1.570,7	45,7	1.728,7	1.903,6	10,1

Fuente: DGA y BE.

13. El comercio exterior en el período enero-mayo de 1984

Análisis por zonas geográficas

mm.

	Exportaciones			Importaciones		
	ENE-MAY 1983	ENE-MAY 1984	% incre- mento	ENE-MAY 1983	ENE-MAY 1984	% incre- mento
OCDE	687,9	1.093,1	58,9	947,0	1.065,0	12,5
CEE	528,2	785,4	48,7	585,9	638,0	8,9
Estados Unidos	61,0	144,4	136,6	203,1	241,3	18,8
Otros	98,7	163,4	65,5	158,0	185,7	17,5
OPEP	157,2	170,7	8,6	454,0	476,6	5,0
COMECON	33,7	45,4	34,6	56,3	64,1	13,8
Otros de América	67,5	51,8	-23,3	159,0	160,5	0,9
Resto del mundo	131,5	209,8	59,6	112,4	137,5	22,3
Total	1.077,8	1.570,7	45,7	1.728,7	1.903,6	10,1

Fuente: DGA.

Por su gran importancia, el mercado que está impulsando el crecimiento de las exportaciones en los meses transcurridos del año 1983 está siendo el de los países de la OCDE, destacando, sobre todo, el mercado norteamericano. Todos los grupos de productos, con la excepción ya mencionada del material de transporte ferroviario, están registrando crecimientos en pesetas superiores, prácticamente, al 30 %, destacando la exportación de productos energéticos, automóviles y maquinaria a los países de la CEE; de productos alimenticios, intermedios y bienes de consumo no duradero a los Estados Unidos; y, por último, de productos animales, vegetales y energéticos al resto de países de la zona. Una idea del dinamismo de la exportación española puede extraerse del hecho de que se están desarrollando de forma muy rápida, aunque todavía sean cifras de bajo orden de magnitud, las ventas a los Estados Unidos de bienes de consumo duradero, de material de transporte terrestre —excluidos automóviles— y de ciertos tipos de maquinaria.

El crecimiento de la exportación a los países del COMECON se basó, fundamentalmente, en el grupo llamado «Materias primas no energéticas y productos intermedios». El 56 % de las ventas del período enero-mayo de 1984 lo fueron de estos productos, pero también alcanzaron buen nivel las exportaciones de bienes de equipo. En cuanto al resto del mundo, el mayor crecimiento lo registraron las exportaciones de productos vegetales y alimenticios y el material de transporte marítimo, con un aumento en pesetas, en este último grupo, de casi el 600 %. Tan fuerte crecimiento ha sido la causa de que la caída de la exportación de barcos no haya sido de la intensidad que el hundimiento del mercado de América del Sur habría originado.

El crecimiento de las exportaciones de mercancías que se ha comentado en los párrafos anteriores resulta

de difícil explicación. Como se vio al principio de este informe, el aumento de los mercados de exportación españoles en 1984 se encuentra situado en tasas reales próximas al 5 %, y así se espera que continúe en los meses por venir. Las ganancias de competitividad que alcanzaron los productos españoles en el año 1983 fueron importantes, y su efecto viene notándose en la evolución de las exportaciones de productos no energéticos desde mediados del año pasado. Algunos indicadores de medida de la competitividad —el tipo de cambio efectivo real, por ejemplo— vienen mostrando desde hace meses una inversión en su tendencia, como resultado del cambio de evolución en el tipo de cambio efectivo de la peseta y de la persistencia de un diferencial aún importante entre las tasas de inflación españolas y las de los países industrializados. Otros indicadores de competitividad —los basados en la comparación entre los costes unitarios del trabajo— parecen mostrar un comportamiento reciente más favorable, y, aunque no se tiene información precisa sobre la evolución de los precios de exportación, informaciones provisionales, junto con los datos sobre el crecimiento de los valores unitarios de exportación de nuestros competidores y la marcha del tipo de cambio de la peseta, hacen suponer que debe de haberse atenuado considerablemente el ritmo de aumento que dichos precios alcanzaron en 1983.

En cualquier caso, la conjunción de estas circunstancias favorables —crecimiento de mercados y ganancias de competitividad, a las que se podrían unir los efectos que sobre la exportación puedan ejercer otro tipo de ventajas quizás no incluidas en las medidas de competitividad citadas —no explica tasas de crecimiento real como las registradas al inicio de 1984 y hace esperar que, si bien la exportación debe continuar aportando un apoyo sustancial al nivel de actividad, sus tasas de crecimiento serán mucho más moderadas en los meses sucesivos.

En cuanto a las importaciones de mercancías, las cifras de los cuadros adjuntos muestran el retroceso que se está produciendo en la importación de productos energéticos y el aumento de las compras de productos alimenticios, en general, y en los bienes intermedios y materias primas no energéticas, así como en algunas clases de bienes de equipo. Esta evolución por grupos de productos se reflejó en las zonas de procedencia de las importaciones. Las compras a la OPEP y al «resto de América» estuvieron afectadas, en los primeros meses de 1984, por el retroceso en la importación energética, mientras que la importación del «resto del mundo» se vio favorecida, básicamente, por el desarrollo de las compras de materias primas y productos intermedios. Las adquisiciones de productos en el mercado de países desarrollados se beneficiaron de la compra de productos alimenticios y de bienes de equipo. Hay que señalar que el menor crecimiento en las importaciones procedentes de la CEE estuvo también afectado por la caída en la importación energética (productos derivados del petróleo, sobre todo), pues las importaciones no energéticas tuvieron crecimientos más entonados, especialmente el material de transporte terrestre (excluidos automóviles), la maquinaria y algunos productos intermedios. Los bienes de consumo no duradero y los automóviles, por el contrario, retrocedieron considerablemente, en especial los segundos. Con alteraciones poco significativas, esta tónica se mantuvo en los demás mercados de países de la OCDE. Quizás se puedan destacar las importantes compras de material de transporte aéreo a los Estados Unidos y el bajo crecimiento en la importación de bienes de equipo en otros países de la OCDE.

Después de un año en el que la importación de productos energéticos tuvo un aumento real del orden del 4 %, la información disponible sobre los meses transcurridos de 1984 parece mostrar que en este año se producirá un retroceso real importante en la misma, a pesar de la considerable moderación que se espera en los precios de estos bienes. Las importaciones no energéticas, propiciadas por una moderación también muy importante en sus precios en pesetas —debido tanto al comportamiento de los precios en los mercados exteriores como a la evolución del tipo de cambio—, así como por el hecho de que habían registrado una caída real en el último año, están alcanzando, en el primer semestre de 1984, un aumento real apreciable, en torno al 6 %, en comparación con el mismo período del año anterior. Resulta significativo apreciar el retroceso real que se está produciendo en las compras de bienes de consumo, especialmente en los bienes no duraderos y en los automóviles, así como el crecimiento real que sin duda están experimentando las importaciones de maquinaria y de productos intermedios —relacionados, estos últimos, con un proceso de reposición de existen-

cias de productos del exterior en condiciones de precios muy favorables— Aun contando con que la demanda interior no variará apreciablemente su evolución en la segunda parte del año, y dada por supuesta una moderación en la evolución de la exportación, parece evidente que las importaciones de productos no energéticos cerrarán el año con crecimiento real positivo, por encima del 5 %.

El resultado final del análisis realizado sobre los distintos componentes de nuestro comercio exterior muestra que, a pesar de todas las incertidumbres existentes en el momento actual, la reducción del déficit comercial en el año 1984 va a ser muy importante. Si la balanza de servicios continúa con una evolución similar a la registrada en la primera parte del año, parece poco aventurado esperar un ligero superávit en el cierre final de las operaciones de la balanza por cuenta corriente.

7. La balanza de pagos por cuenta de capital

La evolución de la balanza de pagos por cuenta de capital durante los primeros cinco meses de 1984 refleja también un cambio sustancial con respecto a igual período del año anterior. La debilidad del recurso crediticio del sector privado al exterior, muy notable en el primer cuatrimestre de 1983, ha dado paso a una situación totalmente diferente. En efecto, de un lado, parece haberse consolidado la mejora en la percepción por parte de los prestatarios del riesgo cambiario de la peseta frente a las principales divisas internacionales, como consecuencia, en alguna medida, de la reducción sustancial en el déficit por cuenta corriente de nuestro país. Esta circunstancia, que se analizará con mayor detalle más adelante, se ha visto confirmada por un descenso sistemático del descuento de la peseta y por la variación de signos en la intervención del Banco de España en los mercados de cambios. Todo lo cual, junto con las tensiones monetarias internas, producto de la nueva regulación de los coeficientes monetarios, ha conducido, por otro lado, a propiciar el endeudamiento en moneda extranjera. La salida a los mercados internacionales de los prestatarios españoles, tanto públicos como privados, coincide, finalmente, con un período de escasez, en los mercados internacionales, de riesgos de países considerados de primera fila, es decir, no afectados por problemas de endeudamiento excesivo, ni de renegociación de su deuda exterior.

Esta coyuntura favorable se vio, asimismo, acompañada, en el inicio del año, por la estabilidad de los tipos de interés de los mercados del dólar, con un *prime rate* al 11 % desde agosto de 1983. La situación se modificó,

14. Balanza de pagos (a)

Detalle de la cuenta de capital

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - MAY	
	1983	1984
I. Balanza por cuenta corriente	-2.691,2	- 380,8
II. Capital a largo plazo	858,1	2.550,7
III. Capital a corto plazo	34,1	- 72,6
IV. Movimientos monetarios	1.855,7	-1.838,4
1. Variación de reservas (b)	1.514,8	-2.256,8
a) Centrales	1.481,8	-2.153,6
b) Posición entidades delegadas	33,0	- 103,2
2. Operaciones con el FMI	- 5,2	-
a) DEG asignados	-	-
b) Otras	-	-
3. Pasivos netos Circular 9-DE	- 5,2	- 152,9
4. Pasivos en pesetas de no residentes	346,1	571,3
5. Banco de España (1.a + 2)	1.476,6	-2.153,6
6. Instituciones bancarias privadas (1.b + 3 + 4)	379,1	315,2
V. Desfases contables, partidas no clasificadas y diferencias de valoración	- 56,7	- 258,9

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

(b) Aumento (-).

15. Balanza de pagos

Detalle capital a largo plazo

Saldos en millones de dólares USA

	ENE - MAY	
	1983	1984
CAPITAL A LARGO PLAZO	858,1	2.550,7
Sector privado	601,2	1.753,6
Financiación recibida	892,9	1.883,0
Inversiones	568,6	759,8
Créditos	324,4	1.123,2
Comerciales	(174,9)	(- 63,8)
Financieros	(100,7)	(1.248,9)
Financiación otorgada	-291,7	-129,4
Inversiones	-113,8	-101,4
Créditos	-177,9	- 28,0
Comerciales	(-138,0)	(- 15,3)
Financieros	(6,5)	(4,7)
Sector público	256,9	797,1
Financiación recibida	257,6	829,3
Financiación otorgada	- 0,7	- 32,2
PRO MEMORIA:		
Financiación recibida largo	1.150,5	2.712,3
Inversiones	568,6	759,8
Créditos	581,9	1.952,5
Financiación otorgada largo	-292,4	-161,6
Inversiones	-113,8	-101,4
Créditos	-178,6	- 60,2

sin embargo, en la segunda quincena de marzo, con un incremento del *prime rate* de 0,5 puntos porcentuales, seguido de otro de la misma cuantía en abril y de una elevación del 8,5 % al 9 %, en este último mes, del tipo de descuento de la Reserva Federal —la primera variación desde diciembre de 1982—. A partir de aquel momento, los tipos americanos no han dejado de subir, encareciendo la financiación en dólares, y, al mismo tiempo, fortaleciendo la divisa americana.

El incremento neto por entradas de capital a largo plazo fue, en estos primeros cinco meses de 1984, de 2.550,7 millones de dólares, frente a 858,1 millones de dólares en igual período de 1983. Dado que la financiación otorgada al exterior no sólo no ha aumentado, sino que descendió de 292,4 millones de dólares en el período correspondiente a 1983 a 161,6 millones de dólares, en el mismo período de 1984, la financiación neta recibida —pública y privada— ascendió a 2.712,3 millones de dólares. De esta cifra, 759,8 millones de dólares correspondieron a inversiones del exterior en España (568,6 millones en los cinco primeros meses de 1983), y el resto (1.952,5 millones de dólares, frente a

sólo 582,0 millones de dólares hasta mayo de 1983), a créditos a largo plazo (véase cuadro 5).

De los 1.123,2 millones de dólares que supusieron las entradas netas de divisas por créditos tomados a más de un año por el sector privado en los mercados internacionales, un 98 %, aproximadamente, fue captado por el grupo de grandes empresas (1), no todas de capital mayoritariamente privado. Puede decirse, en consecuencia, que el endeudamiento privado con el exterior sigue concentrado en muy pocas empresas de gran tamaño, siendo las eléctricas el grupo dominante.

El sector público recibió, por operaciones de capital a largo plazo, 829,3 millones de dólares, de los cuales, 698 millones —es decir, el 84,2 %— son endeudamiento exterior del Estado, de acuerdo con el programa de financiación de los presupuestos públicos establecidos a tal efecto.

(1) Telefónica, CAMPSA, Autopistas, Eléctricas y Empresas del INI.

Dentro de la otra vertiente de la cuenta de capital a largo plazo, continúa muy deprimida la financiación privada de España al exterior, constituida básicamente por créditos de carácter comercial, y, en especial, por los otorgados bajo la figura conocida como «crédito a comprador extranjero». El volumen neto de los créditos otorgados al exterior —suma de comerciales y financieros— ha pasado de representar 710,8 millones de dólares para el período enero-mayo de 1982, a 177,9 millones de dólares en igual período de 1983, y a sólo 28,0 millones de dólares para el mismo período de 1984. Por otro lado, la partida más importante recogida bajo el epígrafe de financiación del sector público al exterior, que ascendió a 31 millones de dólares, procede de concesiones de créditos «blandos» a países en vías de desarrollo (créditos FAD).

Por lo que se refiere a las operaciones de plazo inferior a un año, frente a un saldo neto casi equilibrado en el período enero-mayo de 1983, el correspondiente al año en curso presenta unas salidas de 72,6 millones de dólares, debidas, fundamentalmente, a pagos por devolución de créditos financieros a corto plazo del exterior a España.

La posición exterior de la banca delegada, recogida en el cuadro 16, muestra dos fenómenos claramente diferenciados. Por una parte, el aumento sustancial de los pasivos en pesetas convertibles, que dio lugar a unas entradas de divisas de 571,3 millones de dólares en los cinco primeros meses de 1984, frente a 346,1 millones en igual período del año anterior. Por otra, la nueva disminución de los pasivos netos en divisas, que originó una salida de 152,9 millones de dólares que supera la registrada en los cinco primeros meses de 1983 (21,6 millones de dólares).

16. Balanza de pagos (a)

Detalle de Pasivos netos Circular 9-DE

Millones de dólares USA

	ENE - MAY	
	1983	1984
Pasivos netos Circular 9-DE	- 21,6	-152,9
1. Créditos netos al Sector privado	-126,7	-107,2
2. Créditos netos al Sector público	105,1	- 45,7
A. Créditos comerciales netos	- 50,6	105,5
<i>De importaciones</i>	- 21,5	37,8
<i>De exportaciones</i>	- 29,1	67,7
B. Créditos financieros netos	29,0	-258,4

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

Dentro de esta última evolución, cabe destacar un doble fenómeno. En primer lugar, el aumento de los créditos comerciales de exportación financiados en divisas al amparo de lo dispuesto en el circular 9-DE, y, en segundo término, el descenso en la concesión de créditos financieros concedidos por la misma vía. En efecto, la financiación de exportaciones a través de dicho mecanismo ascendió, en el período de referencia, a 67,7 millones de dólares, frente a un saldo negativo de 29,1 millones de dólares en igual período del año anterior. Como posibles causas de este fenómeno, pueden apuntarse tanto la fuerte recuperación de las exportaciones españolas como la sustitución de «crédito a comprador extranjero» por «crédito a exportador financiado en divisas». En segundo lugar, los créditos financieros concedidos por la banca delegada a clientela residente al amparo de la circular 9-DE registraron un saldo neto negativo de 258,4 millones de dólares, comportamiento que puede estar motivado por un desplazamiento hacia la financiación en pesetas. Esto es coherente con el aumento de la posición en pesetas de no residentes en el pasivo de la banca delegada, antes comentado.

Como consecuencia de todos estos movimientos, la variación de reservas durante los cinco primeros meses del año registró un aumento de 2.256,8 millones de dólares, frente a un descenso de 1.514,8 millones de dólares en el mismo período del año anterior. Tanto la sustancial disminución del déficit por cuenta corriente como el incremento de los ingresos por entradas de capital, principalmente a largo plazo, han dado lugar a esta evolución de nuestras reservas exteriores, que mantiene con especial intensidad el proceso iniciado en julio de 1983.

8. La evolución del tipo de cambio de la peseta

A lo largo de primer semestre de 1984, la peseta se ha venido negociando en el clima de distensión iniciado a mediados del pasado año y que, durante el presente, ha vuelto a concretarse en un exceso de demanda de pesetas en el mercado de divisas. Esta situación ha generado una presión alcista sobre la cotización de la peseta, que el Banco de España ha tratado de suavizar, habiendo contribuido con su actuación a un incremento de las reservas exteriores de divisas, superior a los 2.500 millones de dólares.

La apreciación de la peseta en el período mencionado ha sido general, destacando por su intensidad las variaciones registradas frente al franco suizo y la libra esterlina —alrededor de un 6 %—. Frente al dólar USA,

la apreciación de la peseta fue del 2,4 %, mientras que, en términos medios ponderados, registraba una apreciación en torno al 3 % frente a cada una de las tres agrupaciones de países habitualmente consideradas.

Esta evolución al alza de la peseta se ha producido a pesar de una progresiva disminución en los tipos de interés internos, que, junto a una relativa estabilidad en los rendimientos del eurodólar, ha producido una caída en los diferenciales favorables a la peseta. Al mismo tiempo, en el mercado a plazo, junto a una caída paulatina en el descuento de la peseta, se ha asistido a la progresiva desaparición de los compromisos de venta a plazo contraídos por el Banco de España. A mediados de mayo, la actuación oficial en el mercado a plazo

cambió de signo, dando lugar a una posición compradora neta que ha venido aumentando hasta el momento de cerrarse este informe.

El proceso de apreciación de la peseta no ha sido, sin embargo, uniforme a lo largo de todo el periodo, habiéndose visto condicionado por el comportamiento del dólar USA en los mercados internacionales. Así, después de la fuerte apreciación que registró en los primeros días de enero, la divisa estadounidense entró en una tendencia a la baja que duró hasta la segunda semana de marzo. Esta debilidad del dólar USA, junto a la fortaleza de la peseta, hizo que esta última se apreciase un 6,5 % desde finales de 1983, al tiempo que perdía posiciones, aunque de pequeña cuantía, frente

17. Evolución del tipo de cambio al contado del dólar USA y de la peseta en 1984

Apreciación (+) depreciación (-) del Dólar USA y de la peseta frente a cada moneda

	Dólar USA				Peseta			
	(Ø) Semana 18-22 JUN		(Ø) I SE 1984		(Ø) Semana 18-22 JUN		(Ø) I SE 1984	
	Tipo de cambio (a)	% s/última sem. DIC-83	Tipo de cambio (a)	% s/igual período 83	Tipo de cambio (b)	% s/última dem. DIC 83	Tipo de cambio (b)	% s/igual período 83
Dólar USA	—	—	—	—	155,88	1,06	153,58	-12,75
Dólar canadiense	76,90	4,41	78,69	3,40	119,72	5,65	120,82	- 9,77
Franco francés	8,46	0,71	8,30	16,08	18,38	2,07	18,49	1,30
Libra esterlina	1,38	4,35	1,42	8,45	214,04	5,93	217,87	- 5,02
Libra irlandesa	1,11	1,80	1,14	15,79	172,75	2,95	174,64	1,51
Franco suizo	2,29	4,57	2,21	8,33	67,89	6,02	69,31	- 5,41
Franco belga (100)	56,11	0,10	55,18	14,11	277,09	1,43	278,28	- 0,44
Marco alemán	2,75	0,36	2,70	10,66	56,45	1,70	56,83	- 3,48
Lira italiana (100)	1.072,48	2,13	1.666,34	16,10	9,13	3,50	9,21	1,30
Florín holandés	3,10	0,32	3,04	11,76	50,08	1,94	50,43	- 2,42
Corona sueca	8,13	1,12	7,98	7,55	19,15	2,27	19,25	- 6,81
Corona danesa	10,10	1,61	9,87	13,71	15,40	2,91	15,55	- 0,77
Corona noruega	7,82	1,03	7,70	7,99	19,88	2,31	19,93	- 5,77
Marco finlandés	5,84	-0,17	5,76	6,27	26,64	1,15	26,64	- 7,13
Chelín austriaco (100)	19,34	-0,10	19,02	10,71	803,73	1,32	807,43	- 3,40
Escudo portugués (100)	141,53	6,78	135,83	40,41	109,64	8,42	113,00	22,50
Yen japonés (100)	233,06	0,12	230,00	-2,70	66,72	1,44	66,76	-15,10
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FRENTE A:								
<i>Mundo</i>	...	...	...	...	59,64	1,95	59,88	- 7,79
<i>Países desarrollados</i>	...	...	...	...	71,64	2,61	71,34	- 4,07
<i>CEE</i>	...	...	...	...	82,06	1,75	81,38	- 1,27
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL FRENTE A: (c)								
<i>Países desarrollados</i>	...	...	...	...	...	...	85,86 (p)	4,69
<i>CEE</i>	...	...	...	...	...	...	96,59 (p)	4,81

(a) Unidades extranjeras por dólar USA, excepto en el caso de la libra esterlina, el dólar canadiense y la libra irlandesa.

(b) Pesetas por unidad extranjera o por 100 unidades extranjeras.

(c) Medido por los precios al consumo. Evolución entre diciembre 83 y mayo 84.

al marco alemán, el florín holandés y el franco belga. En términos medios ponderados, la peseta se apreció, en este período, un 4 % frente al mundo, un 2 % frente a los países desarrollados y un 0,8 % respecto al Mercado Común.

Después de un período de consolidación en sus cotizaciones durante el resto del mes de marzo, el dólar USA inició un proceso alcista en los mercados internacionales, que sólo remitió temporalmente en los primeros días de junio. Siguiendo la evolución general, la peseta se depreció frente a la divisa estadounidense, si bien lo hizo en un porcentaje inferior al de su apreciación durante el período inicial del año. La caída de la peseta frente al dólar —un 5 % entre la segunda semana de marzo y la tercera de junio— fue también más reducida que la registrada en promedio por las restantes monedas, por lo que nuestra divisa continuó ganando posiciones frente a la CEE, respecto a la que se apreció un 2 % durante el intervalo antes referido. En relación a las monedas que se cotizan en el mercado español, el tipo de cambio efectivo nominal de la peseta se apreció un 0,5 %, habiéndose depreciado, por el contrario, un 2 % respecto al total mundial.

En lo que se refiere, por último, al tipo de cambio efectivo real de la peseta, las estimaciones del Servicio de Estudios apuntan una apreciación de nuestra moneda frente a las monedas que se cotizaron en el mercado español, del orden del 5 % durante los primeros cinco meses del año, si esta magnitud se mide utilizando precios al consumo, y superior al 7 %, si se calcula con precios industriales.

9. La ejecución presupuestaria del sector público

A pesar de las reservas con que debe admitirse a estas alturas del año una valoración de los resultados de las administraciones públicas, con su creciente complejidad institucional, parece muy probable que el déficit público registre un sensible aumento entre 1983 y 1984, como consecuencia del aumento presupuestario del mismo y de una evolución de los ingresos y gastos públicos que, en el caso de los primeros, no alcanzan las proyecciones presupuestarias, en tanto que los segundos exceden lo programado, en particular en lo que se refiere a los gastos de transferencias del sector público. Con estas tendencias, el déficit de las administraciones públicas en 1983, de 1.340,6 m.m., se verá significativamente superado en 1984, elevándose también el 5,9 % que dicho déficit representó en términos del PIB en aquel año. No obstante, los resultados finales dependerán, en parte, de la eficacia de las medidas

recientemente adoptadas para reducir el déficit público.

La evolución de los ingresos públicos por debajo de lo previsto tiene que relacionarse con una evolución de las rentas del trabajo y del empleo más desfavorable que los supuestos en que se sustentaban las proyecciones recaudatorias. (A título ilustrativo, véase el cuadro 18 sobre los ingresos del Estado). Así, los impuestos directos recaudados por el Estado han crecido, hasta abril, en un 15,0 %, determinando una diferencia apreciable con respecto al crecimiento previsto, aun considerando que no se han ingresado todavía partidas importantes de estos impuestos. Del mismo modo, los ingresos por cotizaciones de la Seguridad Social han registrado, hasta abril, un incremento del 6,2 %, cuando las previsiones exceden en varios puntos esta tasa. En los impuestos indirectos del Estado, la recaudación neta de desgravación fiscal a la exportación está mostrando también un crecimiento muy por debajo de las estimaciones presupuestarias, de sólo el 8 % hasta abril, cuando se estimaba una tasa en torno al 25 %. No obstante, en el caso de estos impuestos, los negativos resultados de la recaudación neta reflejan fundamentalmente un crecimiento considerable de la desgravación fiscal a la exportación, cuya cifra hasta abril (305,7 m.m., que triplica los 93,7 m.m. pagados en el primer cuatrimestre de 1983) no puede explicarse solamente por la trayectoria favorable de las exportaciones. Considerando los impuestos indirectos brutos, su evolución es muy positiva, con un crecimiento del 49,1 % hasta abril, fundamentando en los ingresos derivados del ITE, los impuestos especiales sobre el consumo y los derechos aduaneros.

En resumen, los ingresos públicos no financieros muestran una trayectoria desviada a la baja respecto de las previsiones (1), salvo los impuestos indirectos, los cuales se ven minorados por un aumento excepcional de los pagos por desgravación fiscal a la exportación.

Las lagunas estadísticas y las complejas relaciones existentes entre las diferentes instituciones que integran las administraciones públicas no permiten precisar con rigor la evolución del gasto público. Cabe indicar que el consumo público podrá arrojar el crecimiento real previsto del 2,5 %, en tanto que parece más difícil que la inversión pública logre los resultados previstos —un crecimiento real en torno al 7 %—, en parte, porque se observa un retraso considerable en la ejecu-

(1) El avance de los ingresos hasta mayo mejora las cifras de recaudación, pero ello no contradice la afirmación realizada.

18. Estado. Ingresos no financieros

m.m., %

	ENE-ABR		
	Importe		Crecimiento 84/83
	1983	1984	
INGRESOS NO FINANCIEROS	947,2	1.285,9	35,7
Impuestos directos	360,5	414,6	15,0
S/ Renta personas físicas	293,0	344,3	17,5
<i>Ret. trabajo personal</i>	246,3	285,2	15,8
<i>Ret. rentas de capital</i>	34,6	41,9	21,1
<i>Fraccionamientos</i>	9,6	12,6	31,2
<i>Cuota diferencial</i>	2,5	4,6	81,0
S/ Renta de sociedades	50,1	55,9	11,5
<i>Ret. rentas de capital</i>	34,6	41,9	21,1
<i>Cuota diferencial</i>	15,5	14,0	-10,1
S/ Capital	7,8	5,6	-28,2
<i>Sucesiones</i>	7,5	5,4	-28,5
<i>Patrimonio</i>	0,3	0,2	-20,3
Otros	9,5	8,8	- 7,4
Impuestos indirectos	497,2	741,5	49,1
Trans. patrim. y ac. jur. doc.	48,6	38,9	-20,0
ITE	130,2	257,2	97,5
S/ Consumo	150,2	216,6	44,2
<i>Especiales</i>	93,5	159,0	70,0
<i>Lujo</i>	56,7	57,6	1,7
Aduanas	130,5	214,8	64,7
Monopolios	37,7	14,0	-63,0
Tasas y otros ingresos	52,2	49,9	- 4,5
Transferencias	6,9	43,2	-
Otros ingresos	30,6	36,8	20,1
De dotaciones Crédito Oficial	25,0	30,5	22,0
Dividendos y otras rentas	1,0	1,5	49,7
Otros	4,6	4,7	3,0

Fuente: BE.

ción presupuestaria, y, en parte, porque las previsiones sobreestimaban ese crecimiento, al suponer un deflactor implícito para la inversión excesivamente bajo. Por el contrario, los gastos de transferencia ofrecen indicios de crecimientos muy fuertes, por encima de lo proyectado. Ya se ha indicado la evolución de las desgravaciones fiscales a la exportación. También están influyendo en ese comportamiento la cumplimentación de la Ley 3/1983 y la política de financiación del déficit en lo que se refiere a los intereses, por parte del Estado. En lo que respecta a la Seguridad Social, hay que señalar la severidad de su presupuesto en las prestaciones económicas distintas de las pensiones y en las prestaciones sanitarias, que hacen su cumplimiento un tanto difícil. (Véase el cuadro 19, referente a los pagos ordenados no financieros del Estado).

Cabe, así, concluir que, pese a la ampliación del déficit, la aportación del sector público al crecimiento de la

demanda interior será sensiblemente más baja en 1984 que en 1983, año en el que, como se recordará, el consumo público avanzó en un 4,1 % en términos reales y la inversión lo hizo en un 8,3 % (admitiendo como deflactor el de la inversión total). En cuanto a la incidencia del sector público en la renta disponible de las familias, el juego de prestaciones-cotizaciones puede representar un efecto algo mayor que el de 1983 (aproximadamente, un 1 % de aumento de esa renta, frente al 0,3 % en 1983), como consecuencia, primordialmente, de la desaceleración de las cotizaciones, ya que

19. Estado. Pagos no financieros

m.m., %

	ENE - ABR		
	Importe		Crecimiento 84/83
	1983	1984	
TOTAL PAGOS (ORDENADOS)	1 496,2	2.136,1	42,8
Consumo público	415,7	457,4	10,0
Remuneraciones de personal	348,9	357,9	2,6
Sueldos	270,5	259,7	- 4,0
Clases pasivas	78,4	98,2	25,3
Compra de bienes y servicios	66,8	99,5	49,0
Transferencias corrientes	668,8	1.207,5	80,5
Presupuestarias	542,0	825,9	52,4
Presupuesto corriente	512,3	789,7	54,1
A: OAA	113,2	189,0	67,0
<i>Seguridad Social</i>	192,4	256,6	33,4
<i>Entes territoriales</i>	104,3	156,6	50,1
<i>Empresas</i>	39,1	82,5	111,2
<i>Familias e i.s.f.l.</i>	46,8	70,6	50,8
<i>Otras</i>	16,5	34,3	108,4
Período ampliación	29,7	36,2	21,9
Desgravación fiscal exportación	93,7	305,7	226,3
Otras	33,1	75,9	129,2
Pagos de capital	335,8	353,1	5,2
Inversiones reales	172,8	143,2	-17,2
Transferencias	162,9	209,9	28,9
Presupuesto corriente	127,0	195,4	53,9
A: OAA	28,0	34,2	22,0
OAC	49,9	67,2	34,7
<i>Entes territoriales</i>	9,5	37,4	292,4
<i>Empresas</i>	31,9	51,2	60,4
<i>Otras</i>	7,6	5,3	-29,6
Período de ampliación	29,6	58,2	96,9
Otras	6,4	-43,7	-
Otros pagos	76,0	118,1	55,3
Intereses de cédulas	35,7	40,4	13,3
Otros intereses	39,9	77,3	93,5
Otros	0,4	0,4	-10,9

Fuente: BE.

las prestaciones sociales, presumiblemente, no alcanzarán el 14,4 % de crecimiento de 1983. Por su parte, el aumento de los impuestos directos sobre las familias actuará en el mismo sentido, ya que la detracción de renta que ese aumento implica será en 1984 inferior al 1,9 % que representó en 1983, si la evolución de estos impuestos se mantiene en las pautas observadas hasta abril, e incluso si se produce una mejora moderada de la recaudación. Sobre la incidencia redistributiva, hay que indicar que son las rentas empresariales las que se están viendo más favorecidas por la actuación del sector público, gracias al efecto de unos crecimientos fuertes de las transferencias y subvenciones, y de un crecimiento muy moderado de los impuestos que gravan a las sociedades.

10. La financiación del déficit público y la evolución de los mercados de deuda

El crecimiento del déficit público en los primeros meses del año por encima de las previsiones iniciales, ya elevadas, ha ejercido una fuerte presión sobre los mercados financieros. De la magnitud de este fenómeno da idea el hecho de que, en términos netos, la casi totalidad de la financiación recibida por los sectores residentes no financieros de la economía se ha concentrado en las administraciones públicas.

En cuanto a los mecanismos de la financiación del déficit del Estado, el cuadro 20 muestra claramente el cambio operado en su instrumentación. El recurso directo mediante anticipos del Banco de España ha dejado de constituir la base de su financiación, y se ha sustituido por la colocación de deuda a corto plazo en el sistema bancario, al amparo de nuevos coeficientes a tipos de interés negociados. Los pagarés del Tesoro aparecen, así, como el instrumento básico de financiación del déficit, mostrando una expansión muy intensa. Con todo, la segmentación del mercado de pagarés entre el mercado negociado con las instituciones financieras y el mercado abierto con el resto de los agentes distorsiona su funcionamiento y merma oportunidades a la consolidación de un mercado libre para este instrumento financiero.

Los 1.823,5 m.m. de pesetas efectivas obtenidas por el Estado, entre enero y mayo, mediante la colocación de pagarés son, en gran medida, fruto de la sustitución de los certificados de regulación monetaria en poder del sistema bancario (véase cuadro 21). Ello le ha permitido reducir en 1.157,2 m.m. anteriores apelaciones mediante anticipos al Banco de España, que ha cance-

20. Financiación del Estado

mm.

	ENE-MAY	
	1983	1984
Total financiación obtenida(a)	469,0	793,9
Mercado de valores	278,5	1.829,1
<i>Emisiones netas de pagarés del Tesoro (b)</i>	257,7	1.823,5
<i>Emisiones netas de deuda a largo plazo (c)</i>	20,8	5,6
Sector exterior	38,0	107,0
<i>Préstamos brutos</i>	55,0	119,0
<i>Amortizaciones</i>	-17,0	-12,0
Crédito oficial	22,0	15,0
<i>Dotaciones</i>	-74,0	-69,0
<i>Cédulas para inversiones</i>	52,0	84,0
Banco de España: Créditos (d)	175,0	-1.157,2

- (a) Apelación del Estado a los mercados financieros organizados.
 (b) Valores efectivos. Incluye 312,3 mm. adquiridos en firme por el Banco de España.
 (c) Incluye la amortización de 5,8 mm. y 8,6 mm. de deudas asumidas en 1983 y 1984.
 (d) Incluye, exclusivamente, préstamos y anticipos. La financiación total proporcionada por el Banco de España asciende a -844,9 mm. en el período enero-mayo de 1984, una vez que se tiene en cuenta las adquisiciones de pagarés del tesoro referidas en la nota (b).

lado sus emisiones de certificados de regulación. Por otra parte, este último ha adquirido una cuantía neta efectiva de 312,3 m.m. de pagarés, con lo que el descenso de la financiación otorgada al Tesoro por el Banco de España se situó en 844,9 m.m.

Tras los pagarés del Tesoro, la segunda fuente de financiación del Estado en orden de importancia en este período, ha estado constituida por el recurso al sector exterior, que aportó 107 m.m. Finalmente, la colocación de cédulas para inversiones ha superado en unos 15 m.m. a las dotaciones al crédito oficial, mientras que, en el mercado de emisiones a largo, que se analiza a continuación, el Estado no ha logrado una financiación significativa.

Como puede observarse en el cuadro 21, que detalla los mercados de deuda, las estimaciones disponibles, al mes de mayo, confirman que las expectativas desbertadas en 1983 respecto a las posibilidades del mercado público de pagarés del Tesoro no acaban de consolidarse, y que únicamente las inversiones obligatorias exigidas al sistema bancario alimentan las colocaciones de pagarés realizadas este año. El sector privado, según se desprende de estos datos, ha reducido sus tenencias de pagarés en firme, pasando de 429 a 410 m.m., fruto, sin duda, de la persistente reducción

de los tipos de interés aceptados en las subastas. La compra de pagarés con compromiso de reventa por el público al sistema bancario ha ascendido, en el período comentado, a 77 m.m.; aunque en teoría estas operaciones deben considerarse como la compra de un depósito a plazo fijo utilizando como garantía estos títulos, de hecho, dado el actual sistema de subastas a distintos tipos de interés, pueden considerarse como colocaciones indirectas que afectan realmente al mer-

cado primario. Sin embargo, aun considerando la suma de estas compras y las adquisiciones en firme, el conjunto no ha debido de crecer en más de 60 m.m., cifra relativamente pobre a juzgar por las expectativas generadas sobre este mercado y por comparación con los datos del año anterior.

El comportamiento de la deuda a medio y largo plazo no fue más halagüeño en los cinco primeros meses del año; únicamente la última emisión de bonos de junio ha tenido un resultado satisfactorio. A pesar del esfuerzo realizado por el Tesoro diversificando instrumentos, dispersando, a lo largo del año, sus apelaciones al mercado para evitar una excesiva concentración y ofreciendo variadas opciones de reinversión a las deudas que vencían, en un intento de compensar su carencia de redes de comercialización, puede afirmarse que, en las dos primeras emisiones, lanzadas en los meses de marzo y abril-mayo, no ha conseguido los objetivos esperados, limitándose a compensar las amortizaciones a que debía hacer frente en el período. Se colocaron 22,3 m.m. en obligaciones a 5 años al 16 % y 12,6 m.m. en bonos al 15,5 % a tres años, emisiones que se ampliaron en 4,9 y en 2,0 m.m. como consecuencia de las reinversiones de deudas que se amortizaban en el período. La suscripción de estas emisiones se distribuyó, casi en su totalidad, entre las personas físicas que adquirieron el 66 % y el 52 % y las compañías de seguros que compraron el 24 % y el 44 %, acaparando entre ambos grupos de inversores el 90 % y el 97 % del total de las emisiones. Como ya se ha apuntado antes, esta panorámica ha variado de modo significativo en la última emisión de bonos al 15,75 % puesta en circulación en junio, de la que se han colocado 41,3 m.m., lo que ha obligado a ampliar la emisión prevista inicialmente en 25 m.m. En esta ocasión, la banca, que ha solicitado más de 37 m.m. —gran parte de ellos, probablemente, para sus carteras—, ha sido la protagonista, manteniéndose las suscripciones del público en niveles relativamente débiles.

El mercado secundario de deuda del Estado ha ofrecido, en el período, un acusado dinamismo, incrementándose su negociación en un 81 % respecto al año anterior. Los tipos de interés muestran una clara estructura descendente en función de sus plazos de vencimiento (1), lo que parece incorporar unas expectativas favorables frente a la inflación; en conjunto, su evolución ha sido estable a lo largo de estos cinco primeros meses, tras la ligera inflexión registrada en enero.

(1) En el mes de mayo se situaban, en términos brutos, en torno al 19,7 %; 18,9; 18,4 y 16,8 % para plazos inferiores a un año, de 1 a 2, de 2 a 3 y a más de 3 años, respectivamente.

21. Mercados de deuda pública

	ENE-MAY	
	1983	1984
	mm.	
EMISIONES BRUTAS (a)	536,7	270,0
Pagarés del Tesoro	292,6	2.111,2
Emisiones brutas	308,9	2.358,1
Amortizaciones	-16,3	-246,9
CRM (b)	217,2	-1.854,4
Deuda a medio y largo plazo	26,9	13,9
Del Estado	20,7	5,6
Emisiones (c)	40,5	43,3
Obligaciones	(-)	(27,2)
Bonos	(40,5)	(14,6)
Deuda desgravable	(-)	(1,5)
Amortizaciones (d)	-19,8	-37,8
De las Comunidades Autónomas	1,4	7,5
Emisiones	1,4	7,5
Amortizaciones	(-)	(-)
De las Corporaciones Locales	4,8	0,8
Emisiones	5,6	2,4 (e)
Amortizaciones	-0,8	-1,6
COLOCACIONES	536,7	270,7
En el sistema crediticio y SMMD	339,1	361,9
Pagarés del Tesoro	122,9	2.130,2 (e)
CRM	210,0	-1.778,6
Deuda del Estado a largo	-	2,0
Deuda de Comunidades Autónomas	1,4	7,5
Deuda de Corporaciones Locales	4,8	0,8
Resto	197,6	-91,2
Pagarés del Tesoro	169,7	-19,0 (e)
CRM	7,2	-75,8
Deuda del Estado a largo	20,7	3,6
PRO MEMORIA:		
Cesión temporal de pagarés al público por el sistema bancario	25,3	77,0

(a) Valores nominales.

(b) Aunque no forma parte de los mercados de deuda pública se incluyen aquí para explicar la evolución de los pagarés del Tesoro.

(c) Incluye las reinversiones de deudas vencidas en nuevas emisiones por importe de: 4,9 mm. en obligaciones, 2,0 mm. en bonos y 1,5 mm. en deuda desgravable.

(d) Incluye 5,8 y 8,6 mm. de deudas asumidas en 1983 y 1984.

(e) Estimación.

El comportamiento del resto de las AAPP en los mercados de valores puede calificarse de irrelevante. Las comunidades autónomas, que no han puesto en circulación este año ninguna nueva emisión, se han limitado a terminar de colocar en las cajas de ahorros 7,5 m.m. de emisiones pendientes de 1983. Las corporaciones locales, siguiendo la tónica de la segunda parte del año anterior, apenas han realizado acto de presencia en el mercado, por lo que sus escasas colocaciones (2,4 m.m.) sólo han superado ligeramente a las amortizaciones a que debían hacer frente.

11. La financiación de familias y empresas

En el transcurso de los cinco primeros meses del año, se ha registrado una notable desaceleración en el ritmo de crecimiento de los activos financieros de familias y empresas. A lo largo del periodo de referencia, las tasas de avance del conjunto de instrumentos donde se materializan los fondos de ahorro del sector privado difícilmente superarán valores próximos al 10 %. No obstante, aun cuando es de destacar este descenso en el ritmo de crecimiento de los saldos de activos financieros, resulta más llamativa la profunda desaceleración de las tasas de expansión de los recursos recibidos, que pueden situarse en valores próximos al 4 % durante estos cinco meses, según estimaciones provisionales. La diferencia entre los ritmos de avance de los activos y pasivos financieros del sector privado pone de manifiesto una ampliación en la magnitud del préstamo neto concedido por familias y empresas al sector público, y un descenso muy notable en la aportación del ahorro exterior, fruto del enderezamiento que ha experimentado la balanza de pagos por cuenta corriente en el período analizado.

Esta profundización de los trasvases de recursos financieros entre los distintos sectores internos de la economía se ha producido en un clima de distensión de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios, caídas muy notables en el grado de racionamiento vigente en los mercados de fondos prestables, y sin que se rebasaran la tasa de expansión de la liquidez que la autoridad monetaria se había marcado como objetivo para el año 1984. Esta evolución ha sido posible por un retraimiento de la demanda de crédito del sector privado, que ha venido asociado, probablemente, al escaso crecimiento del capital productivo instalado en la economía, a la mejoría de las cuentas de explotación de las empresas y al descenso de demanda de activos en moneda extranjera, como consecuencia de la tendencia a la apreciación de la peseta en los mercados cambiarios.

22. Activos y pasivos financieros del sector privado

mm.

	Saldo		Variación
	DIC 1983	ABR 1984	
Activos financieros. Total	23.954,0	24.637,6	683,6
ALP	20.679,8	21.286,3	606,5
Títulos renta fija	472,9	488,1	15,2
Otros	2.801,3	2.863,2	61,9
Pasivos financieros. Total	22.303,9	22.327,9	24,0
Títulos mercado monetario	251,4	260,0	8,6
Créditos interiores (a)	15.834,9	15.684,0	-150,9
Créditos exteriores (a)	2.094,7	2.204,7	110,0
Otros	4.122,9	4.179,2	56,3
PRO MEMORIA:			
Activos financieros (*)	22.854,2	23.617,2	10,4 (b)
Pasivos financieros (*)	22.054,7	22.341,3	3,9 (b)

- (a) Los créditos concedidos en moneda extranjera están corregidos del efectivo valoración.
 (b) Tasa anual de crecimiento.

Durante los cinco primeros meses del año 1984, se ha observado, en efecto, una desaceleración muy importante en el avance de los saldos de fondos de préstamo puestos a disposición de familias y empresas. Los bancos, cajas y cooperativas han mantenido prácticamente inalterados los recursos otorgados al sector privado en

23. Mercados de valores privados

mm.

	ENE-ABR	
	1983	1984
EMISIONES NETAS	141	49
Títulos monetarios	100	9
Letras	70	-61
<i>Negociados en Bolsa</i>	-13	-12
<i>Otros</i>	83	-49
Pagarés de empresa (a)	30	70
Obligaciones	18	- 1
Acciones	23	41
COLOCACIONES	141	49
Sistema crediticio	36	27
Obligaciones	-15	- 9
Acciones	21	36
Resto	105	22
Títulos monetarios	100	9
Obligaciones	3	8
Acciones	2	5

- (a) Estimación.

términos desestacionalizados, lo que implica un descenso de los saldos no corregidos, dada la estructura temporal de las series originales. La banca privada ha experimentado una caída que ha quedado compensada por el ligero ascenso de los fondos intermediados por las cajas de ahorros y cooperativas, y, sobre todo, por el mantenimiento de las tasas de expansión de la financiación concedida por el crédito oficial. El estancamiento ha afectado al crédito concedido en pesetas, al otorgado en moneda extranjera, a la compra de valores puestos en circulación por las empresas y a la adquisición de activos del sector privado con acuerdo de retrocesión. Los saldos de letras en circulación endosadas por bancos y cajas han registrado, por su parte, una caída importante que se ha visto compensada por la emisión de pagarés de empresa, que han servido para trasladar recursos desde las familias hacia las empresas, evitando la intermediación del sistema bancario (véase cuadro 23).

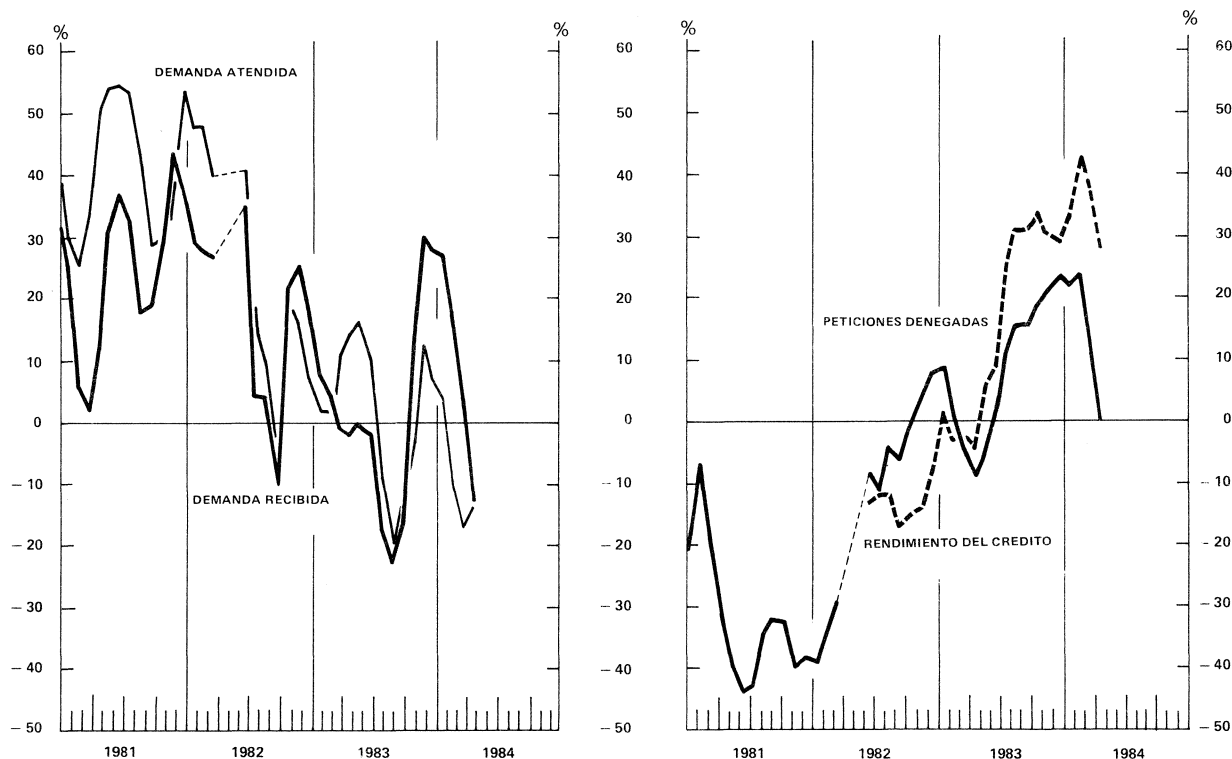
La financiación canalizada a través de los mercados de renta fija y variable ha mostrado, asimismo, una

situación de atonía, y el volumen de recursos obtenidos por el sector privado mediante colocaciones de acciones y obligaciones ha alcanzado valores muy modestos, si exceptuamos las emisiones de acciones de las compañías eléctricas (véase cuadro 23).

La apelación a los mercados exteriores de fondos prestables ha sido la única línea de financiación que ha registrado un crecimiento apreciable. Tras dos años de fuerte estancamiento, ante una evolución más firme de la cotización de la peseta y dadas las tensiones en la disponibilidad de crédito registradas durante las primeras semanas del año, las empresas han acudido a la financiación exterior, y, de esta manera, han cubierto su demanda de recursos ajenos. Se estima que el crédito exterior ha aportado tres puntos porcentuales al crecimiento de los saldos de fondos de terceros recibidos por familias y empresas.

La expansión conjunta de los distintos epígrafes de financiación ajena del sector privado difícilmente rebasará, a lo largo de los cinco primeros meses del año,

4. Encuesta de crédito del Banco de Bilbao



- (a). Se entiende por "saldo neto" la diferencia entre el porcentaje de las respuestas "aumentar" y "a disminuir".
 (b). Hasta abril de 1982 el período de referencia es de 15 del mes anterior a 15 del corriente y la demanda de crédito es la estimada. A partir de mayo de 1982 cambia la encuesta pasando a ser el período de referencia de 30 del mes anterior a 30 del corriente y la demanda de crédito, la efectiva.

tasas de crecimiento anual superiores al 4 %. Esta evolución sólo es explicable a partir de una intensa caída en los ritmos de avance de la demanda de fondos prestables. Los indicadores disponibles acerca de la demanda de crédito bancario —el componente fundamental de la estructura del endeudamiento de familias y empresas— señalan una caída importante, probablemente relacionada con la mejoría en las cuentas de explotación de las empresas y la financiación recibida del exterior, ya comentadas en anteriores epígrafes. Asimismo, los datos obtenidos a partir de la información de la Central de Riesgos del Banco de España ponen en evidencia una subida en el volumen de saldos de crédito disponible no utilizados del total de las pólizas y líneas de descuento contratadas por las grandes empresas públicas, eléctricas y autopistas (véase gráfico 4).

El sistema crediticio ha encajado este descenso de la demanda, sin que los indicadores sobre tipos de interés aplicados hayan puesto de manifiesto un recorte en los tipos explícitos negociados con la clientela, a excepción del tipo variable de referencia declarado por la banca extranjera para las operaciones de crédito. El volumen de peticiones de crédito denegadas, que en el segundo semestre del año 1983 manifestó una fuerte pujanza, se ha desplomado a lo largo del segundo trimestre de 1984, y las previsiones para el mes de junio confirman esta misma tendencia (véase «Indicadores Económicos»).

En cuanto a la evolución de los activos financieros del sector privado, en el período enero-mayo de 1984 se ha registrado una caída importante en los ritmos de expansión de los activos líquidos del público y del resto de instrumento de renta fija y variable en poder de familias y empresas. Se estima que las tasas de avance del conjunto de los activos financieros del sector privado se situaron en torno al 10 %, experimentándose, en consecuencia, un claro descenso con respecto a los valores alcanzados en 1983, que se localizan en cifras próximas al 14 %.

Dentro del conjunto de instrumentos donde se materializa el ahorro de familias y empresas, destacan por su magnitud las disponibilidades líquidas. El ritmo de crecimiento de este agregado ha experimentado un notable descenso, y, a lo largo de los cinco primeros meses del año, se ha situado en el 10 %. El renglón que ha registrado una expansión más notable en el interior del bloque de M₃ han sido los depósitos a plazo, donde los efectos de propia financiación y los pagarés bancarios siguen aumentando a costa de las imposiciones, certificados de depósito, libretas de ahorro y cuentas corrientes (véase «Indicadores Económicos»).

El agregado heterogéneo «otros activos líquidos», incluido dentro de los ALP, ha evidenciado una cierta atonía, que, al parecer, se profundiza a medida que transcurren los meses del año 1984. La inclusión de los activos líquidos bancarios dentro de las bases del coeficiente de caja ha restado incentivo a su colocación por bancos y cajas. Los ritmos de colocación de pagarés del Tesoro entre el público, tanto de los cedidos temporalmente por el sistema bancario como de los adquiridos en firme por familias y empresas, han dado señales de estancamiento ante el caída de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios y el mantenimiento de los rendimientos de los pasivos bancarios. Hay que destacar, no obstante, que los problemas de información que todavía aquejan a estas cifras son muy notables, por lo que este comentario sólo pretende ofrecer una impresión provisional.

Un desarrollo novedoso de los mercados monetarios en los últimos meses ha sido el tremendo empuje manifestado por los pagarés de empresa. Los datos de que se dispone son muy fragmentarios. Pese a ello, las informaciones señalan que durante este período se han colocado en los mercados bursátiles y extrabursátiles cifras próximas a los 80 m.m. Este instrumento, que ha venido a sustituir a los efectos endosados por bancos y cajas, está sirviendo de vehículo de financiación a las grandes empresas que cuentan con aval público o a las que gozan de alguna garantía bancaria, y está absorbiendo una porción creciente del ahorro de las familias.

Los saldos de obligaciones y acciones en poder del sector privado han registrado un crecimiento muy escaso a lo largo del período analizado, y ha continuado, por tanto, la tendencia al alejamiento de familias y empresas de los segmentos más tradicionales de los mercados de valores.

12. La instrumentación de la política monetaria

La política monetaria que se ha instrumentado en el transcurso de los cinco primeros meses del año ha tratado de crear las condiciones para que pudieran realizarse los trasvases de recursos financieros entre el sector público y el sector privado con un mínimo de fricciones. Dada la atonía de la demanda de financiación del sector privado y la mejoría del saldo de la balanza corriente, ha sido posible llevar adelante esta política en un clima de distensión en los mercados monetarios, y mantener, al tiempo, los ritmos previstos de expansión de los agregados monetarios y de liquidez.

En efecto, a lo largo del período analizado, el Banco de España ha adquirido un volumen de reservas exteriores próximo a los 2.500 millones de dólares, como consecuencia de su intervención en los mercados cambiarios, donde se ha apreciado una tendencia a la subida de la cotización de la peseta como consecuencia del giro registrado en la balanza por cuenta corriente, de la mayor apelación por parte de las empresas y las administraciones públicas a la financiación exterior, y, probablemente, de una menor demanda de activos financieros frente a no residentes.

Las autoridades financieras han debido atender, al mismo tiempo, a las crecientes necesidades de fondos del sector público y consolidar en pagarés del Tesoro los saldos vivos de certificados de regulación monetaria que no quedaron absorbidos por la elevación del coeficiente de caja hasta el 18 % de los pasivos computables.

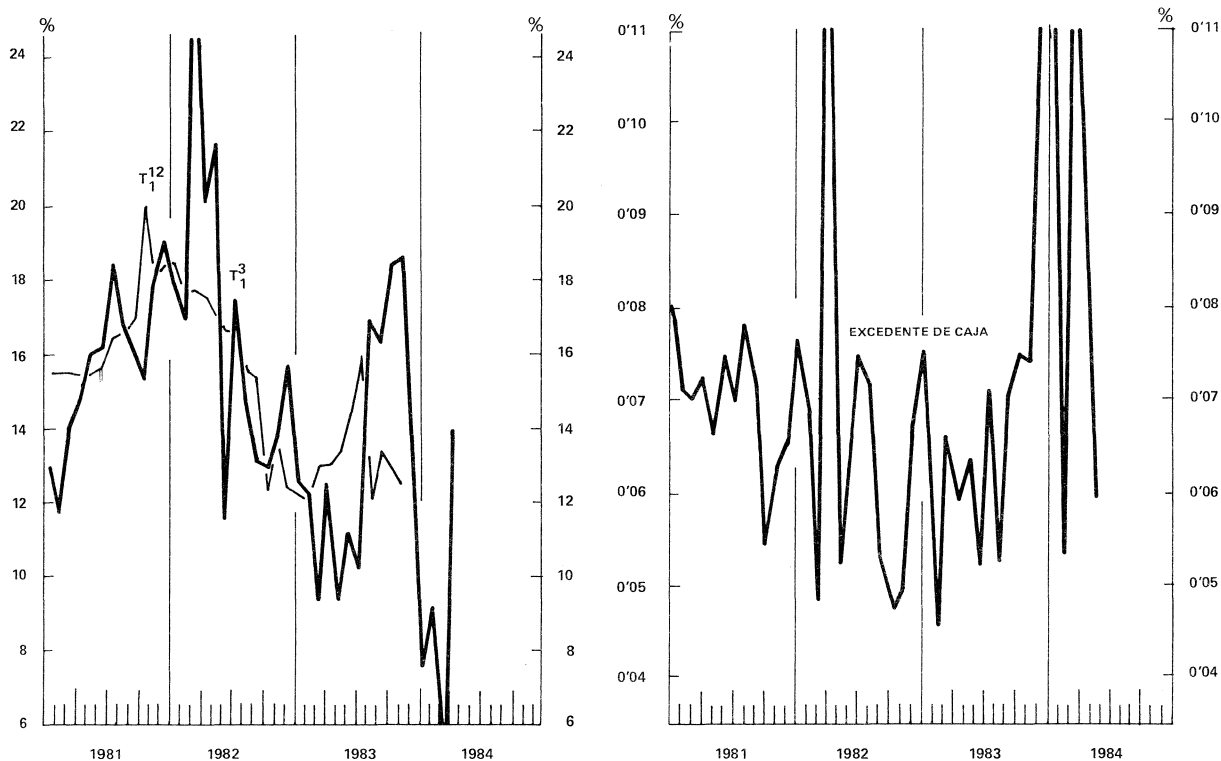
Esta compleja operación de drenaje de liquidez y de consolidación de deuda se ha llevado a cabo, en una primera fase, mediante la colocación de 1.700 m.m. nominales de pagarés del Tesoro al 15,766 % y la emisión de pasivos del Banco de España materializados en

ventas de pagarés de su cartera con el compromiso de su recompra posterior a las instituciones financieras. En la segunda fase, a mediados del mes de junio, las existencias netas de pagarés del Tesoro en poder de bancos y cajas han quedado consolidadas por medio del establecimiento de un tramo de deuda pública dentro del coeficiente de inversión (véase la circular n.º 3/1984 de 22 de junio), en el que han quedado subsumidos los saldos adquiridos al amparo de los acuerdos suscritos para la absorción de pagarés y las compras de títulos de la cartera del Banco de España realizadas con acuerdo de retrocesión a tipos de mercado.

Así, pues, en el transcurso de la primera mitad del año, el control de los activos de caja del sistema bancario se ha llevado a cabo utilizando un conjunto de instrumentos discontinuos que han distorsionado la gestión de la tesorería de los bancos y cajas de ahorros, haciendo específicamente difícil la previsión de las necesidades futuras de liquidez. Todo ello se ha traducido en una oferta fuertemente errática de liquidez de base al sistema bancario, en unos niveles anormalmente altos y ampliamente dispersos de activos de caja excedentes, en una evolución descendente e irregular de los tipos de interés a más corto plazo, y en una senda más

5. Activos de caja corregidos y excedentes

(Media mensual de datos diarios)



uniforme y decreciente de los tipos negociados a plazos más dilatados. Durante este período, los tipos de interés han descendido, en promedio, cinco o seis puntos porcentuales en todos los tramos, negociándose, a mediados del mes de junio, tipos situados en el 12 % y el 14 % para las operaciones a un día y tres meses, respectivamente (véase gráfico 5).

Dadas las escasas presiones expansivas en los agregados monetarios y de liquidez, el Banco de España ha atendido en su totalidad a la demanda de activos de caja del sistema bancario en un clima de distensión, propiciado, asimismo, por la tendencia a la apreciación de la peseta en los mercados cambiarios.

Una vez que han quedado establecidos los distintos coeficientes utilizados en la regulación monetaria, es probable que las entidades de crédito revisen su política de expansión, iniciando una mejoría en las condiciones de coste y disponibilidad de los recursos puestos a disposición del sector privado, de manera que trasladen al precio de sus activos una parte de la caída de los tipos de interés negociados en los mercados monetarios, y que alineen con el mismo criterio las rentabilidades que otorgan a sus pasivos. Si estos ajustes se llevan a cabo, una vez que han quedado ultimadas las subastas especiales de pagarés del Tesoro al 15,766 %, que han distorsionado los mecanismos de emisión de títulos públicos a corto plazo a lo largo del segundo semestre del año 1984, se asistirá, probablemente, a una aceleración de la expansión de bancos y cajas de ahorros y a un mayor protagonismo del Tesoro en los mercados de colocación del ahorro de familias y empresas.

Información del Banco de España

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

Modificaciones en mayo 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				
INDUSTRIALES												
FINANZAS												
(16-V-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
EXTRANJEROS												
BANKERS TRUST CO.												
(2-V-84).....	=	=	=	=	=	18,25	19,25	=	=	=	=	=
(7-V-84).....	=	=	=	=	=	18,63	=	=	=	=	=	=
(14-V-84).....	=	=	=	=	=	18,25	19,50	=	=	=	=	=
(21-V-84).....	=	=	=	=	=	17,25	19,13	=	=	=	=	=
(28-V-84).....	=	=	=	=	=	16,50	18,75	=	=	=	=	=
BARCLAYS BANK INTER.												
(26-V-84).....	=	=	=	=	=	15,50	18,00	=	=	=	=	=
CONTINENTAL ILL												
(2-V-84).....	11,00	=	14,95	=	=	17,25	=	=	20,00	20,00	=	=
(4-V-84).....	11,95	14,15	=	=	=	=	=	=	21,00	21,00	=	=
(7-V-84).....	12,45	14,60	15,15	=	=	17,50	=	=	21,50	21,50	=	=
(21-V-84).....	11,50	13,90	14,70	=	=	17,00	=	=	20,50	20,50	=	=
(29-V-84).....	9,30	12,00	13,50	14,85	=	15,75	18,00	=	18,25	18,25	=	=
CHASE MANHATTAN BANK												
(24-V-84).....	=	=	17,00	17,88	=	16,75	16,75	=	19,75	=	=	=
CHEMICAL BANK												
(23-V-84).....	=	=	=	=	=	17,50	=	=	21,50	=	17,19	17,94
(30-V-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	20,50	=	=	=
DRESDNER BANK												
(3-V-84).....	16,50	=	16,95	16,05	=	17,70	19,15	=	=	=	=	=
(30-V-84).....	14,60	=	15,70	15,60	=	16,35	18,45	=	=	=	=	=
FIRST INTERSTATE BANK OF CALIFORNIA												
(8-V-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(10-V-84).....	=	=	=	=	=	17,50	=	=	=	=	=	=
(17-V-84).....	=	=	=	=	=	17,25	=	=	=	=	=	=
(22-V-84).....	=	=	=	=	=	16,80	=	=	=	=	=	=
(24-V-84).....	=	=	=	=	=	16,00	=	=	=	=	=	=
FIRST NATIONAL BANK												
(2-V-84).....	=	=	=	17,13	=	=	18,63	=	=	=	=	=
(7-V-84).....	=	=	17,00	17,50	=	18,00	19,00	=	=	=	=	=
(16-V-84).....	=	=	16,38	=	=	17,38	=	=	=	=	=	=
(24-V-84).....	=	=	14,50	17,00	=	15,50	18,50	=	=	=	22,00	18,00
(31-V-84).....	=	=	14,75	=	=	15,75	=	=	=	=	18,00	22,00
MIDLAND BANK												
(3-V-84).....	=	=	=	=	=	17,00	=	=	20,00	=	=	=
(21-V-84).....	=	=	=	=	=	18,00	=	=	21,00	=	=	=
(25-V-84).....	=	=	=	=	=	17,00	=	=	20,00	=	=	=
(26-V-84).....	=	=	=	=	=	16,00	=	=	19,00	=	=	=
(29-V-84).....	=	=	=	=	=	17,00	=	=	20,00	=	=	=
(31-V-84).....	=	=	=	=	=	16,00	=	=	19,00	=	=	=
MORGAN GUARANTY												
(8-V-84).....	17,25	=	17,00	=	=	17,75	=	=	22,00	22,00	=	=
(22-V-84).....	15,60	=	16,13	15,25	=	16,75	18,00	=	=	=	=	=
(25-V-84).....	14,35	=	15,38	=	=	16,00	=	=	=	=	=	=

(a) Las notas correspondientes a la elaboración y contenido de este cuadro se encuentran en los *Boletines Económicos* de diciembre de 1981 y enero de 1982.
 (b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

(continuación) 2

Modificaciones en mayo 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 (11-V-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(21-V-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
PARIBAS (2-V-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
(31-V-84).....	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=	=
TOKYO (11-V-84).....	=	=	=	=	=	17,25	18,50	=	=	=	=	=
(24-V-84).....	=	=	=	=	=	15,63	18,38	=	=	=	=	=
CAJAS DE AHORROS												
CUENCA (9-V-84).....	-	-	=	=	=	=	=	=	21,00	=	=	=
SABADELL (22-V-84).....	11,00	12,00	14,00	=	=	=	=	=	=	=	=	20,00
VALENCIA (3-V-84).....	-	-	16,00	=	=	=	14,00	14,00	22,00	22,00	14,00	19,50

(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»
15/84 de 4 de mayo	Entidades delegadas. Normas sobre provisiones en moneda extranjera.	7 mayo 1984
16/84 de 11 de mayo	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Emisión de Deuda del Estado, interior y amortizable, Bonos del Estado.	17 mayo 1984
17/84 de 23 de mayo	Transmitiendo la Circular número 29/84, de 9 de mayo, de la Dirección General de Transacciones Exteriores, aclaratoria de determinadas posiciones (Claves) estadísticas.	—
18/84 de 25 de mayo	Cajas de ahorros. Plan de Viviendas de Protección Oficial 1984/87.	1 junio 1984
19/84 de 25 de mayo	Cajas de ahorros. Grandes riesgos.	7 junio 1984

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	C O N T E N I D O	
Oficio Circular de 28 de mayo de 1984 (Referencia interna C.V. 8/84)	Entidades de depósito. Incumplimientos e irregularidades en materia de créditos a la exportación computables y con apoyo oficial.	

MODIFICACIONES A LAS CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA

CIRCULARES	C O N T E N I D O	PUBLICACION EN EL «BOE»
18/83 de 30 de diciembre	Entidades de crédito. Central de Información de Riesgos. (Texto modificado por acuerdo del Consejo Ejecutivo de 25 de mayo de 1984).	7 junio 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.

IGNACIO MAULEON

LA DEMANDA DE ACTIVOS DE CAJA DEL SISTEMA BANCARIO EN EL PERIODO 1978-82: UN ESTUDIO EMPÍRICO.—ESTUDIOS ECONOMICOS N.º 36

Este trabajo es un estudio empírico de la demanda de activos líquidos computables en el coeficiente de caja por el sistema bancario, en el período 1978-82. El estudio pretende enlazar con anteriores trabajos empíricos sobre el comportamiento bancario, realizados en el Servicio de Estudios del Banco de España en la década de los 70, y servir como punto de partida para la elaboración de un modelo que permita contribuir a la evaluación de los efectos de la política monetaria sobre precios y renta. La primera parte está dedicada a una breve discusión de la derivación teórica de un modelo de demanda de liquidez, en el contexto de la literatura clásica sobre el tema. Se discuten, especialmente, tres problemas: la medición del coste de oportunidad, la existencia de un tipo penal objetivo y el conocimiento, por parte de la banca, de la función de probabilidad de la salida de flujos netos de activos líquidos. En la segunda parte, se discute la especificación operativa de la ecuación, y, en especial, la estructura dinámica del modelo. Se propone un modelo de ajuste generalizado y se comentan algunos problemas estadísticos derivados de la observación de datos agregados temporalmente. La tercera parte está destinada a presentar los resultados empíricos. Se hace una exposición en detalle de la ecuación, variable por variable, a la vez que se discuten problemas econométricos de carácter general, con especial relevancia para el modelo bajo estudio. Particularmente, se discute el problema del cálculo del retraso medio, el tratamiento de datos atípicos y la estimación de parámetros que sólo toman valores discretos. Las secciones cuarta y quinta discuten diversos problemas relacionados con la estabilidad de las estimaciones, el carácter simultáneo del problema y modelos predictivos. Finalmente, se presenta un breve resumen de las conclusiones, junto con los resultados empíricos más importantes.

ANTONI ESPASA

EL AJUSTE ESTACIONAL EN SERIES ECONOMICAS.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8410

En este trabajo, se presenta el modelo ARIMA con ANALISIS de INTERVENCION como un esquema bastante general para el tratamiento univariante de series temporales económicas.

Para el ajuste estacional de dichas series, el procedimiento X-11 es, actualmente, el más utilizado. Este procedimiento se fue diseñando históricamente de forma empírica y sin referencia a modelos teóricos que explicasen la generación de las series. En este trabajo, se describen los pasos operativos del método X-11, y, siguiendo los trabajos de Cleveland, Tiao y Wallis, entre otros, se relaciona con el modelo ARIMA con INTERVENCION. A partir de esta relación, se discute la robustez y las limitaciones del método X-11.

Los trabajos de los autores anteriormente citados desencadenaron una sucesión de investigaciones sobre el tema de descomposición de una serie temporal en tres componentes, denominados: tendencia-ciclo, estacional e irregular, a partir del modelo ARIMA específico que se supone que genera la serie en cuestión.

La discusión de los procedimientos de ajuste estacional basados en modelos ARIMA, que empiezan a estar de forma operativa y sobre los que ya existen programas de ordenador para su aplicación, se realiza con detalle en la sección 4 del documento. La discusión se centra en lo siguiente. Estos procedimientos han puesto de manifiesto la necesidad de imponer restricciones sobre la naturaleza de los componentes para poder llegar a una descomposición única. Sobre estas restricciones hay poco desacuerdo, cuando el comportamiento de las mismas es tal que puede generarse por los denominados modelos ARIMA «básicos». Sin embargo, en series con comportamientos menos estándar, y, por tanto, generados por modelos ARIMA bas-

tante distintos de los clasificados como básicos, las restricciones a que han de someterse los componentes son discutibles, y es importante que el ajuste estacional, en tales casos, sea realizado por personal experto. En estas situaciones, es incluso posible que todos los distintos conjuntos de restricciones ensayados conduzcan a ajustes estacionales con problemas. Por todo ello, los métodos de ajuste basados en modelos están todavía en fase de desarrollo y de evaluación empírica de sus ventajas, que, desde un punto de vista teórico, son indiscutibles.

Si el conocimiento del modelo ARIMA con INTERVENCIÓN que genera una serie económica no se utiliza para basar el ajuste estacional en él, todavía cabe la posibilidad de utilizarlo para mejorar el procedimiento X-11. Esto ha hecho que en la literatura sobre el tema se haya propuesto, en los últimos años, el método X-11-ARIMA. En la sección 5 se discute cómo utilizar la información del modelo ARIMA para mejorar el procedimiento X-11, tanto en la línea del método X-11-ARIMA, como en la línea de selección de las posibilidades de filtros e introducción de factores a priori, que ofrece el método X-11.

JAVIER ARIZTEGUI Y JOSE PEREZ

RECENT DEVELOPMENTS IN THE IMPLEMENTATION OF MONETARY POLICY.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8411

El artículo ofrece un breve análisis de las razones que han aconsejado introducir modificaciones en la selección de la variable intermedia de la política monetaria, y de los cambios que ha generado esta decisión en el proceso de cuantificación de la variable operativa que sirve de guía a la intervención en los mercados monetarios.

El estudio se inicia ofreciendo una escueta referencia acerca de los motivos que sustenta la articulación en dos niveles de la política monetaria: un primer estrato donde se refleja el objetivo último de renta monetaria, y, en consecuencia, el objetivo intermedio que se establece para su consecución —agregado monetario o de liquidez—; y un segundo escalón donde se determina la variable operativa de las autoridades. Dentro del primer nivel, hasta el año 1982, la especificación de la variable intermedia se había realizado en términos de cantidad de dinero, entendida ésta en una acepción amplia del término, que incluía los depósitos a plazo, además de los utilizables con fines de liquidación de pagos (las disponibilidades líquidas o M_3).

En la segunda mitad del ejercicio 1982 y durante el año 1983, se ha hecho patente un conjunto de innova-

ciones en los mecanismos de intermediación de los flujos financieros, que han desplazado rápidamente la demanda de disponibilidades líquidas, aconsejando a la autoridad monetaria hacer un mayor hincapié en la consecución de sus objetivos en términos de un agregado de liquidez —los activos líquidos del público—, que se ha convertido en la variable básica de control a partir del año 1984.

Las razones que han propiciado este cambio son la mayor estabilidad relativa de los activos líquidos del público con respecto a la renta monetaria, las mejoras que se han logrado en el proceso de obtención de información sobre su desarrollo, y los avances alcanzados en el control de su evolución, a raíz de los cambios introducidos en la definición de las bases del coeficiente de caja en diciembre de 1983. Junto a esta variable central, las autoridades han seguido utilizando M_3 como variable intermedia auxiliar, ya que su evolución en períodos cortos de tiempo inferiores al trimestre ofrece un bloque de información rápida y fiable, sumamente útil para el seguimiento de la evolución de los mercados financieros en el corto plazo.

El cambio de importancia en la elección de la variable intermedia —desde M_3 hacia ALP—, ha generado, inevitablemente, variaciones en el segundo escalón, alterando el proceso de cuantificación de la variable operativa o instrumental —los activos de caja del sistema bancario— que guía la intervención del Banco de España en los mercados monetarios. La segunda parte del artículo describe los pasos sucesivos que han de recorrer las autoridades para concretar el nivel y las tasas de crecimiento de la liquidez de base del sistema bancario que sirve de referencia para instrumentar sus actuaciones en los mercados interbancarios.

SALVADOR GARCIA-ATANCE

LA POLITICA MONETARIA EN INGLATERRA EN LA ULTIMA DECADA.—DOCUMENTO DE TRABAJO N.º 8412

El triunfo del partido conservador inglés en 1979 incrementó sustancialmente la importancia de la política monetaria dentro del contexto general de la política económica del gobierno. La autoridad monetaria ha seguido una línea media entre el pragmatismo y la ortodoxia teórica, que hacen interesante el estudio de la evolución de la instrumentación monetaria en el Reino Unido.

Los años sesenta se caracterizaron por los controles directos del crédito como método básico de gestión monetaria de la política de demanda. Desde 1971, la utilización de agregados monetarios como objetivos

intermedios y la ruptura de la estabilidad en las funciones de demanda de dinero han producido una mezcla de intervenciones, como el control directo del crecimiento del pasivo bancario o la instrumentación actual, que trata de estar basada en el funcionamiento libre del mercado monetario. Este método consiste en utilizar como instrumento de control a corto plazo la sobreemisión de títulos de deuda pública, mientras que los tipos de interés a corto plazo se usan para el control de los diversos agregados monetarios a medio plazo.

Los tres problemas que surgen con este tipo de intervención son: en primer lugar, la polémica sobre la posible utilización de la base monetaria como instrumento sustitutivo de los tipos de interés; en segundo, la utilización de variables intermedias como objetivos o como variables informativas, y, en tercer lugar, los problemas prácticos de equilibrio del mercado de dinero en momentos de fuerte expansión de los agregados monetarios.

Las autoridades monetarias inglesas responden a la primera cuestión afirmándose en su táctica de intervención; a la segunda, quitándole importancia práctica, y a la tercera, con una política de «esperar y ver».

